

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Komparace výnosových metod oceňování podniku v odvětví zpracovatelského
průmyslu

Comparison of DCF methods of company in branch of processing industry

Student: Bc. Lukáš Pšenčík

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2009

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně všech příloh vypracoval samostatně. Přílohy č. 1, 2 a 3 dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnil“.

V Ostravě dne 10. července 2009

.....

podpis

OBSAH

1	ÚVOD	3
2	TEORETICKÁ VÝCHODISKA POSTUPŮ A METOD OCEŇOVÁNÍ.....	4
2.1	Základní charakteristika oceňování podniku.....	4
2.1.1	Definice hodnoty podniku	5
2.1.2	Důvody a postup ocenění podniku	6
2.2	Informační vstupy	7
2.3	Strategická a finanční analýza.....	8
2.3.1.1	Analýza makroprostředí	8
2.3.1.2	Analýza mikroprostředí.....	9
2.3.2	Finanční analýza.....	10
2.3.2.1	Horizontální analýza	10
2.3.2.2	Vertikální analýza	11
2.3.3	Analýza poměrových ukazatelů	11
2.3.3.1	Ukazatele rentability	11
2.3.3.2	Ukazatele aktivity.....	12
2.3.3.3	Ukazatele likvidity	14
2.3.3.4	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	15
2.4	Dlouhodobý finanční plán.....	16
2.5	Metody oceňování	16
2.6	Výnosové metody.....	17
2.6.1	Metody diskontovaných peněžních toků.....	17
2.6.1.1	DCF-entity.....	18
2.6.1.2	Metoda DCF-equity.....	18
2.6.1.3	Metoda DDM	18
2.6.1.4	Metoda APV.....	19
2.7	Jedno a vícefázové ocenění	19
2.7.1	Jednofázová metoda	20
2.7.2	Dvoufázová metoda.....	20
2.7.3	Vícefázové metody.....	21
2.8	Vyjádření volných peněžních toků.....	22
2.8.1	Volné peněžní toky pro vlastníky.....	22
2.8.2	Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele.....	22

2.9	Náklady kapitálu	23
2.9.1	Průměrné náklady kapitálu WACC.....	23
2.9.2	Náklady na vlastní kapitál R_E	23
2.9.2.1	Rizikové přírázky	24
2.9.3	Náklady dluhu R_D	26
2.10	Metody kapitalizovaných zisků.....	26
2.10.1	Analytická metoda.....	28
2.10.2	Paušální metoda.....	29
2.11	Analýza citlivosti.....	30
3	ANALÝZA TRHU A OCENĚOVANÉ SPOLEČNOSTI	31
3.1	Představení společnosti	31
3.1.1	SWOT analýza	31
3.2	Strategická analýza.....	32
3.2.1	Analýza makroprostředí	32
3.2.2	Analýza mikroprostředí.....	38
3.3	Finanční analýza společnosti.....	39
3.3.1	Horizontální analýza	39
3.3.2	Vertikální analýza	42
3.3.3	Zhodnocení finanční pozice - poměrové ukazatele.....	44
3.4	Finanční plány společnosti	49
4	OCENĚNÍ PODNIKU VYBRANÝMI METODAMI A JEJICH KOMPARACE	53
4.1	Aplikace metod diskontních peněžních toků	53
4.1.1	Náklady kapitálu	53
4.1.2	DCF entity	54
4.1.3	DCF equity	55
4.2	Aplikace metody kapitalizovaných zisků.....	56
4.3	Komparace metod a výsledná interpretace.....	59
4.3.1	Analýza citlivosti změn základních vstupních parametrů.....	60
	ZÁVĚR.....	64
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A OSTATNÍCH ZDROJŮ	65

1 ÚVOD

S rozvojem tržního hospodářství se ocenění podniku stává nedílnou součástí finančního řízení, přičemž nabývá stále více na významu. Pro správné ocenění je nezbytné znát jeho účel, pro který je ocenění prováděno. Nejčastějšími důvody ocenění vyplývají z koupě či prodeje podniku, fúze podniků, jejich rozdělení či likvidace. Mnohdy je ocenění používáno i pro účely naplnění podnikatelského záměru a získání bankovního úvěru.

Cílem vymezeným diplomovou prací je oceňování pomocí výnosových metod a jejich srovnání. Toto ocenění je používáno pro mnoho účelů a je charakteristické zejména tím, že využívá efektů plynoucích z hospodářské činnosti podniku. Jelikož strategickým cílem podniku je maximalizace jeho tržní hodnoty, je oceňování jednou z hlavních činností finančního řízení a rozhodování. Pro účely správně provedeného ocenění je nezbytné stanovit potřebný moment ocenění, který byl pro tyto účely stanoven k 1. 1. 2008.

Diplomová práce je koncipována do tří základních kapitol. První část je zaměřena na teoretické objasnění postupu získávání vstupních dat a jejich analyzování. K rozboru vstupních údajů je použita a teoreticky rozvedena finanční analýza. Ke zhodnocení finanční pozice jsou charakterizovány jednotlivé skupiny poměrových ukazatelů. Pro účely oceňování je představena metodika výnosových metod a sestavení výpočtu potřebné míry nákladů kapitálu, jejichž znalost je nezbytná pro aplikaci výnosových metod oceňování.

V druhé části je představena oceňovaná společnost CNC, s. r. o., jejíž hlavní podnikatelskou činností je zámečnictví a kovoobrábění. Dále je provedena strategická a finanční analýza společnosti z obdržených historických časových řad finančního účetnictví společnosti sledovaných v letech 2001 až 2007. Na základě předpovědi hospodářského vývoje ekonomiky a odvětví je sestaven dlouhodobý finanční plán zisků, peněžních toků a rozvahy nezbytného k provedení výnosového ocenění podniku. Dlouhodobý finanční plán je sestavován na období let 2008 až 2012.

Třetí část je zaměřena na aplikaci konkrétních vybraných metod ocenění a jejich vzájemnou komparaci výsledných hodnot. Použity jsou metody založené na diskontování peněžních toků a metody kapitalizovaných výnosů. Hodnota aktiv a vlastního kapitálu je zjišťována k datu 1. 1. 2008. Posléze je provedena zjednodušená analýza citlivosti změn vstupních parametrů finančních toků a nákladů kapitálu, které ovlivňují výslednou hodnotu kapitálu.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA POSTUPŮ A METOD OCEŇOVÁNÍ

2.1 Základní charakteristika oceňování podniku

Za jednu z důležitých oblastí finančního řízení a rozhodování je považováno oceňování podniku. Jelikož hlavním cílem řízení firmy je maximalizace tržní hodnoty firmy, měla by hodnota firmy patřit mezi významné a strategické cíle každého managementu. Problematika ocenění se stala důležitou zejména z důvodu transformace ekonomiky a vlastnických vztahů, jejíž potřeba vznikla změnou politické situace České republiky. Transformace ekonomiky a privatizační kroky, které byly prováděny, byly nezbytné z důvodu efektivnější alokace zdrojů, která by byla zajištěna soukromými vlastníky, kteří by majetek spravovali. Aby bylo možno strukturu státních podniků privatizovat, stalo se zjištění hodnoty podniku nezbytné.

Hodnota firmy však není důležitá pouze pro management společnosti, nýbrž po výsledné hodnotě ocenění podniku pátrají např. i věřitelé či investoři, kteří přicházejí do styku s danou společností. Znalost hodnoty podniku je nezbytná při fúzi či rozdělení společnosti, jejím prodeji, likvidaci a vypořádání závazků. Znalost hodnoty společnosti je tak důležitým kritériem, kterým jsou společně posuzovány všechny podniky bez ohledu na to, zda jsou obchodovány na veřejných trzích nebo tyto společnosti nejsou veřejně obchodovatelné.

Při oceňování podniku je také nutné věnovat pozornost správné volbě metody a postupu, které vedou k hodnověrnému zjištění hodnoty. Naopak chybně zvolený postup by mohl vést k nevhodné alokaci zdrojů kapitálu. Výsledná hodnota ocenění je rovněž podstatně ovlivňována rozsahem a kvalitou informačních zdrojů a dat, které jsou oceňovateli k dispozici. Není možné objektivně stanovit hodnotu podniku bez dostatečných informačních vstupů. Důležitým faktorem, který také ovlivní hodnotu podniku je časový horizont, ke kterému je celé ocenění prováděno.

Při oceňování je třeba brát ohled na rozlišování základních pojmů cena a hodnota. Cenou se rozumí částka, která je zaplacená za konkrétní daný podnik. Hodnota podniku je určena objektivně, bez ohledu na skutečnou cenu, která by byla za podnik zaplacená. Je to určitý návrh, který pouze určuje v jakém rozmezí by se cena měla pohybovat. Proto se také výsledek ocenění mnohdy interpretuje jako interval hodnot. viz Dluhošová (2006)

Z obecné definice podniku, jak je popsána v obchodním zákoníku, vyplývá, že „podnik je soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹ Jelikož je podnik definován jako věc hromadná, ke které patří věci, práva a ostatní majetkové hodnoty, je třeba brát v úvahu, že není oceňována společnost jako právní subjekt, avšak podnik jako souhrn věcí, práv a majetkových hodnot. viz Mařík (2003)

2.1.1 Definice hodnoty podniku

Na podnik je třeba nahlížet jako na důmyslný funkční celek, jehož účelem je dosahování zisku a k jeho tvorbě dochází za přispění nejen vlastního, ale také cizího kapitálu. Využití různých forem kapitálu umožňuje členění hladiny hodnoty podniku do dvou skupin. První hladinou je tzv. brutto hodnota, která je založena na principu entity, přičemž hodnota podniku takto zjištěná, je určena jak vlastníkům tak i věřitelům. Netto hodnotou se rozumí hladina na principu equity, jež je tvořena pouze pro vlastníky podniku. Netto hodnota je výsledkem oceňování vlastního kapitálu. viz Mařík (2003)

Hodnota podniku je určena na základě současné hodnoty budoucích příjmů, které jsou generovány na úrovních vlastníků a investorů, popř. každých zvlášť.

Hodnota podniku je rovněž rozlišována dle různých teorií jejího chápání na:

- tržní hodnotu,
- subjektivní hodnotu,
- objektivizovanou hodnotu,
- hodnotu založenou na koncepci Kolínské školy.

Tržní hodnota

Tržní hodnota je definována jako „...odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“².

¹ § 5, zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

² Mařík, Miloš a kol. Metody oceňování podniku. 2003

Subjektivní hodnota

Subjektivní hodnotu rovněž označovanou jako hodnotu investiční je možné definovat jako „...hodnotu majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku“³.

Objektivizovaná hodnota

Na rozdíl od subjektivní hodnoty, kterou si je vlastník za určitých podmínek schopen určit sám, hodnotu objektivizovanou je schopen určit pouze odborný znalec z oblasti oceňování. Odhad objektivizované hodnoty by měl být postaven na všeobecně uznávaných datech a dále by měly být při ocenění dodrženy jisté zásady a požadavky.

Kolínská škola

Základním podnětem ocenění je koupě či prodej podniku, z něhož vycházejí subjektivní postoje kupujícího, popř. prodávajícího. Hodnota založena na základních preferencích tzv. kolínské školy vychází z tohoto subjektivního postoje. Možnost modifikace ocenění nevychází z jednotlivých podnětů, nýbrž z funkcí, které plní účel ocenění. Ocenění by mělo splňovat funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou. Jednotlivé funkce, jak vyplývá z jejich názvů, plní různé účely.

Funkcí poradenskou se snažíme navrhnout na základě dostupných informací maximální a minimální cenu, kterou jsou ochotni kupující a prodávající akceptovat. Posléze na základě funkce rozhodčí by měly být určeny hraniční hodnoty a poté odhalena spravedlivá hodnota nacházející se v tomto rozpětí. viz Mařík (2003)

2.1.2 Důvody a postup ocenění podniku

Hodnota podniku výrazně závisí na účelu ocenění. Jelikož ocenění lze chápat za objednanou službu, kterou si vyžádá subjekt, který má určitý podnikatelský záměr s oceňovanou společností, je možné identifikovat několik základních důvodů ocenění, kterými jsou zejména:

³ Mařík, Miloš a kol. Metody oceňování podniku. 2003

- koupě nebo prodej,
- vklad podílu do společnosti,
- fúze či rozdělení,
- nabídka na převzetí,
- změny právní formy,
- žádost o poskytnutí úvěru,
- sanace nebo likvidace.

Každé ocenění podniku je specifické, jelikož vyplývá z konkrétních podmínek ovlivňujících výslednou hodnotu podniku. Těmito ovlivňujícími faktory je účel ocenění, kategorizace zjišťované hodnoty, volba hladiny hodnoty podniku, volba metody oceňování a kvalita dostupných dat. Při ocenění by měl být dodržen sestavený postup, který obsahuje:

- sběr vstupních dat,
- analýza dat,
- sestavení finančního plánu,
- aplikace ocenění.

2.2 Informační vstupy

Při ocenění podniku je nezbytný sběr kvalitních vstupních údajů. Tyto informační vstupy lze klasifikovat na:

- informace interní (podnikové), ke kterým patří finanční plán, účetní závěrka, vnitropodnikové, technické či ekonomické informace o podniku,
- informace odvětvové, které zahrnují analýzu trhu a prognózy, stav a vývoj ekonomiky,
- informace mikroekonomické, kam patří legislativní úpravy a předpisy nebo ratingové ohodnocení,
- informace makroekonomické vypovídající o stavu ekonomiky.

2.3 Strategická a finanční analýza

Sběru a získání vstupních dat následuje analýza těchto dat. Získané informace jsou analyzovány za pomoci strategické a finanční analýzy, jejichž výsledky napomáhají správnému určení generátorů hodnoty.

Strategická analýza je nezbytnou součástí analýzy vstupních dat, jelikož při oceňování podniku je nezbytné sledovat ekonomické prostředí. Indikátory makro a mikroprostředí významně ovlivňují výslednou hodnotu oceňovaného podniku. Hlavním úkolem této analýzy je vyjádřit celkový výnosový potenciál podniku, který je ovlivňován výnosovým potenciálem vnějším a vnitřním. Zjednodušeně lze vnější potenciál charakterizovat šancemi a hrozbami, které se vyskytují v prostředí zkoumaného podniku. Za vnitřní potenciál lze považovat silné a slabé stránky podniku, které umožňují či omezují využití vnějšího potenciálu. Analýzou vnějšího prostředí je tedy zkoumáno národní hospodářství, odvětví a trh, kdežto při analýze vnitřního prostředí jsou síly soustředěny na konkurenci oceňovaného podniku.

2.3.1.1 Analýza makroprostředí

Prostředí, v němž funguje a působí zkoumaný podnik, má podstatný vliv na jeho výkonnost. Proto analýza makroprostředí roste na významu. Makroprostředí, které obklopuje fungující podnik, se skládá z politického prostředí, technologického, ekonomického a sociálního prostředí. Je zapotřebí analyzovat vývoj prostředí v minulosti a stav současnosti tak, aby bylo možno řádně predikovat vývoj makroprostředí v budoucnosti.

Makroekonomické prostředí je ovlivňováno především výčtem následujících ukazatelů:

- tempo růstu HDP,
- fiskální politika státu,
- vývoj peněžní nabídky,
- vývoj úrokových sazeb,
- vývoj devizových kurzů,
- vývoj inflace,
- ekonomické a politické šoky.

Nejvíce vypovídajícím ukazatelem výkonnosti ekonomiky je reálný růst ekonomiky měřený hrubým domácím produktem. Z dlouhodobého hlediska jsme pomocí tohoto ukazatele schopni sledovat a předvídat vývoj akciových kurzů, jelikož právě z dlouhodobého a střednědobého hlediska existuje vztah mezi změnou hrubého domácího produktu a změnou akciových kurzů.

Druhým aspektem vývoje makroekonomického prostředí je fiskální politika. Fiskální politikou ovlivňuje stát daňové zatížení právnických a fyzických osob, čímž buď pozitivně nebo negativně působí na vývoj ekonomické sféry, jelikož daně bezprostředně ovlivňují disponibilní důchody, které následně ovlivňují tvorbu poptávky.

Změnou peněžní nabídky pro změnu ovlivňuje Česká národní banka výši peněz v ekonomice, čímž přímo působí na vývoj akciových kurzů.

Úrokové sazby mají pro změnu inverzní vliv na vývoj akciových kurzů, tudíž růst úrokových sazeb negativně ovlivňuje akciové kurzy a pokles úrokových sazeb naopak způsobí, že akciové kurzy porostou.

Vývoj inflace způsobuje zvyšování cen na straně vstupů i na straně výstupů. Při stabilní ekonomické situaci má však vliv na akciové trhy spíše neutrální.

Ekonomické a politické šoky mají na vývoj akciových kurzů zcela negativní vliv, jelikož jakékoliv zakolísání politické rovnováhy sebou přináší nejistotu, která velmi nepříznivě ovlivňuje rozhodování potenciálních investorů.

2.3.1.2 Analýza mikroprostředí

Jednotlivé podniky se rozlišují podle struktury ekonomických činností v rámci národního hospodářství. Z hlediska statistického využití se ekonomické činnosti člení do kategorií sdružovaných pod pojmem „odvětvová klasifikace ekonomických činností“, která je v České republice využívána od roku 1992.

Pro investory je rozlišení do odvětví důležité především z pohledu identifikace základních znaků odvětví, které napomáhají investorům zprůhlednit zamýšlenou investici. K základním znakům odvětví patří citlivost na změnu hospodářského cyklu, míra regulace státu a struktura odvětví. V závislosti na hospodářském vývoji lze rozčlenit odvětví na cyklické, anticyklické a neutrální.

U některých charakteristických odvětví je připouštěna existence státní regulace v různých formách. Forma regulace cen je charakteristická např. pro energetický průmysl.

Další formou regulace jsou možné bariéry vstupu do odvětví, kdy stát reguluje udělováním licencí, které jsou podřízeny přísným kritériím.

Strukturu odvětví ovlivňují vazby mezi konkurenčními faktory, ke kterým patří:

- hrozba vstupu nových konkurentů,
- hrozba nových výrobků,
- dohadovací schopnost kupujících a dodavatelů,
- soupeření se stávajícími konkurenty.

Součástí analýzy mikroprostředí je prognóza odvětví s ohledem na historický vývoj, ve kterém jsou především porovnávány tržby, zisky a ceny akcií. Odvětvové prognózy jsou připravovány Ministerstvem průmyslu a obchodu a jsou zveřejňovány na domovských stránkách ministerstva.

2.3.2 Finanční analýza

Součástí finančního řízení podniku je také finanční analýza. Smyslem analýzy je zhodnocení finanční situace a výkonnosti podniku, přičemž jejím úkolem je získání podstatných informací k posouzení silných a slabých stránek podniku. Provedením diagnózy finančního hospodaření podniku mohou být objasněny případné poruchy finančního zdraví podniku. Jako finančně zdravý podnik může být chápán takový, který je schopen hradit vzniklé závazky a efektivně zhodnocovat kapitál, čímž naplňuje smysl své existence. Tímto je objasněn pojem „finančního zdraví“ podniku. V opačném případě může být ohrožena likvidita nebo podnik nemusí splňovat požadavky výnosnosti, což může způsobit narušení peněžních toků. K základním rozborům finančních údajů obsažených v účetních výkazech patří jejich horizontální a vertikální analýza a analýza poměrových ukazatelů.

2.3.2.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza se používá k rozboru meziročních absolutních změn v účetních výkazech, popř. k relativnímu rozboru dat.

$$\text{Absolutní } \Delta = \text{hodnota}_t - \text{hodnota}_{t-1}, \quad (2.1)$$

kde t je běžné období, $t-1$ je minulé období, Δ je změna.

$$\% \Delta = \frac{\text{absolutní} \Delta}{\text{hodnota}_{t-1}} \cdot 100, \quad (2.2)$$

kde $\% \Delta$ je relativní změna.

2.3.2.2 Vertikální analýza

Tato analýza je zaměřena na procentní rozbor struktury dílčích položek finančního účetnictví a vyjadřuje zastoupení jednotlivých položek ve struktuře majetku a zdrojů krytí. Vertikální analýzou je možno sledovat i strukturu nákladů a výnosů.

$$\% \text{ podíl} = \frac{\text{hodnota}_t}{\sum \text{hodnota}_t} \cdot 100, \quad (2.3)$$

kde $\% \text{ podíl}$ představuje procentní zastoupení jednotlivých položek na celku, $\sum \text{hodnota}_t$ je celková hodnota sledovaného období.

2.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele jsou ve finanční analýze nejpoužívanějším rozbohem, jelikož umožňují mezipodnikové srovnání. Jednotlivé ukazatele jsou systematicky sestaveny tak, aby z výsledné hodnoty vyplynul logický závěr a mohly být k těmto hodnotám přiřazeny referenční hodnoty optima. Poměrové ukazatele mohou být sestaveny jako poměr bilančních hodnot, poměr hodnot vyskytujících se ve výkazu zisku a ztráty a jejich možnou kombinací.

Základní poměrové ukazatele finanční analýzy jsou klasifikovány do pěti základních skupin na:

- ukazatele rentability,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele finanční stability a zadluženosti,
- ukazatele kapitálového trhu.

2.3.3.1 Ukazatele rentability

Rentabilita, resp. výnosnost vloženého kapitálu je chápána jako měřítko schopnosti dosažení zisku použitím investovaného kapitálu a jako schopnost vytvářet nové zdroje, které

mohou být dále použity k dalšímu rozvoji podniku. Tato schopnost představuje efektivnost využití vložených prostředků.

Rentabilita aktiv (*ROA – return on assets*) poměruje dosažený zisk s celkovým majetkem. Tento vztah je dosažen s použitím zisku před zdaněním a úroky (*EBIT – earnings before interest and taxes*).

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.4)$$

kde A jsou aktiva.

Rentabilita vlastního kapitálu (*ROE – return on equity*) udává s jakou výnosností je možno počítat využitím vlastního kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.5)$$

kde EAT je čistý zisk po zdanění, VK je vlastní kapitál.

Rentabilita tržeb (*ROS – return on sales*) měří schopnost výnosnosti jedné utržené koruny. Tohoto vztahu dosáhneme použitím čistého zisku po zdanění (*EAT – earnings after taxes*).

$$ROS = \frac{EAT}{T}, \quad (2.6)$$

kde T jsou tržby.

2.3.3.2 Ukazatele aktivity

K dosažení předem stanovených výkonů s optimálním nasazením majetkových hodnot, slouží skupina ukazatelů zaměřených na aktivitu podniku. Jinými slovy jde o obratovost vloženého kapitálu, která vyplývá z ukazatelů relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv. Slouží k vyjádření, jak účinně a rychle podnik využívá svůj majetek. Měří celkovou rychlost obrátu vložených prostředků, rychlost obrátu jejich složek a hodnotí vázanost kapitálu v různých formách aktiv. Závisí na charakteru a délce provozního cyklu podniku. Významem těchto ukazatelů je nalézt nejméně aktivní části hospodaření.

Velikost a struktura majetku závisí na technickoekonomickém zaměření provozní činnosti, což je určující pro vybavenost stálými a oběžnými aktivy. Schopnost managementu

dosahovat cílových výkonů s optimálním vynaložením majetkových hodnot je nemalou úlohou.

Obrat aktiv představuje množství obrátů celkových aktiv, kterého podnik dosáhne za časový úsek jednoho roku. Čím vyšší je obrat, tím lepší a efektivnější je používání celkového majetku.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{T}{A}, \quad (2.7)$$

kde T jsou tržby, A jsou aktiva.

Doba obratu zásob vyjadřuje časový interval, za který jsou zásoby nakoupeny a spotřebovány k realizaci výkonů. Čím nižší je doba obratu, tím efektivnější je využívání zásob.

$$\text{Doba obratu zásob} = \text{zásoby} \cdot \frac{360}{T}. \quad (2.8)$$

Doba obratu pohledávek představuje dobu, po kterou je kapitál vázán v pohledávkách. Čím nižší je tento ukazatel, tím rychleji se vracejí peníze zpět do podniku a mohou být dále zhodnocovány.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \text{pohledávky} \cdot \frac{360}{T}. \quad (2.9)$$

Doba obratu závazků je rovněž časový interval, za který se závazky stávají zdrojem financování podnikové činnosti. Na rozdíl od doby obratu pohledávek je lepší vyšší doba obratu závazků než nižší z důvodu dodržení pravidla solventnosti.

$$\text{Doba obratu závazků} = \text{závazky} \cdot \frac{360}{T}. \quad (2.10)$$

Pravidlo solventnosti porovnává dobu obratu pohledávek s dobou obratu závazků. Pokud je doba obratu pohledávek kratší než doba obratu závazků, pak pravidlo solventnosti je splněno. Pomocí pravidla solventnosti se dá lehce zjistit, zda se peněžní prostředky vracejí od odběratelů ve formě příjmů rychleji, než je schopnost podniku splácet své závazky vůči dodavatelům. Pokud je toto pravidlo splněno, je s velkou pravděpodobností zaručena i likvidita podniku.

$$\text{Pravidlo solventnosti} = \text{doba obratu pohledávek} < \text{doba obratu závazků} \quad (2.11)$$

2.3.3.3 Ukazatele likvidity

Likvidita, nebo-li platební schopnost je základní podmínkou existence úspěšného podniku. S platební schopností je spojeno určité finanční riziko, které vyplývá především ze struktury finančních zdrojů. K platební neschopnosti může dojít velice rychle, proto je oblast likvidity velice podrobně sledována.

K platební neschopnosti může dojít dvojím způsobem. Podnik se může dostat do prvotní platební neschopnosti. Ta je způsobena nedostatkem finančních prostředků, jelikož nedokáže dostatečně rychle využívat vložený kapitál. Druhotná platební neschopnosti je způsobena platební neschopností jiného podniku. Společnost, ke které jsou vázány pohledávky podniku, není schopna splácet své závazky. Nesplacené pohledávky ve větším množství mohou dostat firmu do druhotné platební neschopnosti, proto je rovněž třeba sledovat množství a dobu obratu pohledávek, které jsou vázány v majetku podniku.

Celková likvidita vysvětluje platební schopnost společnosti z dlouhodobějšího hlediska. Vyjadřuje jak jsou kryty krátkodobé závazky z oběžných aktiv. Optimální hodnota tohoto ukazatele se pohybuje v rozmezí 1,5 – 2,5.

$$CL = \frac{OA}{kr.CK}, \quad (2.12)$$

kde CL je celková likvidita, OA jsou oběžná aktiva, $kr.CK$ je krátkodobý cizí kapitál.

Pohotová likvidita má větší vypovídací schopnost, jelikož se do ní nezahrnují zásoby, které nejsou dobře prodejné. Neprodejnost těchto zásob způsobuje zpoždění platební schopnosti. Optimální hodnota pohotové likvidity je v rozmezí 1,1 – 1,5.

$$PL = \frac{OA - zásoby}{kr.CK}, \quad (2.13)$$

kde PL je pohotová likvidita.

Okamžitá likvidita je taková platební schopnost společnosti, kterou tvoří peněžní prostředky v hotovosti a na bankovních účtech. Touto nejlikvidnější částí majetku je podnik schopen uhradit krátkodobé závazky okamžitě. Optimální hodnotu tohoto ukazatele pro české ekonomické subjekty je obtížné stanovit. Rozhodně by však okamžitá likvidita neměla klesnout pod hodnotu 0,2, kdy by již její platební schopnost byla ohrožena.

$$OL = \frac{PP}{kr.CK}, \quad (2.14)$$

kde *OL* je okamžitá likvidita, *PP* jsou peněžní prostředky.

Čistý pracovní kapitál představuje část oběžných aktiv, které po splacení krátkodobých závazků zůstávají v podniku a jsou využity k další činnosti společnosti.

$$\check{CPK} = OA - kr.CK, \quad (2.15)$$

kde \check{CPK} je čistý pracovní kapitál.

2.3.3.4 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Zadlužeností je chápána situace, kdy společnost využívá k financování svých aktivit cizích zdrojů, které si půjčuje na dluh. Použití těchto cizích zdrojů ovlivňuje výnosnost kapitálu, tak i riziko. V praxi není zvykem, aby byl všechnen majetek financován pouze z vlastních zdrojů, nebo pouze ze zdrojů cizích. Využitím vlastních zdrojů dochází ke snížení celkové výnosnosti vloženého kapitálu, jelikož náklady na tento kapitál převyšují náklady kapitálu cizího. Využitím cizího kapitálu ve větší míře podstupuje podnik vyšší riziko. S těmito zdroji je spojena i obtížnost jejich získávání.

Celková zadluženost udává, jakým poměrem se podílejí cizí zdroje na financování majetku firmy. Čím vyšší je tento ukazatel, tím je zadluženost vyšší, a s ní roste i riziko pro investora.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CK}{A}, \quad (2.16)$$

kde *CK* je cizí kapitál.

Zadluženost vlastního kapitálu představuje kolik cizích zdrojů připadá na jednotku vlastního kapitálu. S růstem tohoto ukazatele roste rovněž riziko spojené s financováním z cizích zdrojů.

$$\text{Zadluženost VK} = \frac{CK}{VK}, \quad (2.17)$$

kde *VK* je vlastní kapitál.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech je opačným ukazatelem celkové zadluženosti. Mezi těmito ukazateli existuje nepřímá úměra. Růst jednoho způsobuje pokles druhého ukazatele. Tento ukazatel udává kolika procenty se vlastní kapitál podílí na financování.

$$\text{Podíl VK na aktivech} = \frac{VK}{A}. \quad (2.18)$$

2.4 Dlouhodobý finanční plán

Pro investiční rozhodování, pro rozhodování o způsobu dlouhodobého financování a pro mnoho dalších činností vrcholného managementu společnosti je nezbytná znalost dlouhodobého finančního plánu podniku, bez něhož by mohlo dojít k chybám ve strategickém rozhodování. Strategický finanční plán je nepostradatelným nástrojem k prověření efektivnosti a reálnosti podnikatelského záměru.

Za jeden z důležitých strategických cílů podniku je považován zisk. Proto cílem dlouhodobého finančního plánu je co nejpřesnější predikce podnikového výsledku hospodaření. Faktorem ovlivňujícím tento strategický cíl je objem tržeb, ze kterého dlouhodobý plán vychází. Plán tržeb vychází z tržního potenciálu a plánu prodeje.

Dlouhodobý finanční plán obsahuje analýzu finanční situace, plán tržeb, peněžních toků, plán rozvahy, plán výkazu zisku a ztráty.

Analýza finanční situace předchází samotnému plánování, jelikož je nezbytné pro co nejpřesnější predikci analyzovat vývoj hospodářských výsledků minulosti. Ke správné analýze minulých výsledků je nutné přihlédnout k měnícím se podmínkám ve vnějším prostředí, které obklopuje analyzovaný subjekt. Nejen však vnější vlivy mohou působit na strategické výsledky. Dalšími faktory, které není vhodné opomenout, jsou vnitřní efekty. Těmito efekty jsou silné a slabé stránky, které napomáhají využít či předcházet příležitostem a hrozbám. Po analýze finanční situace následuje plán tržeb. K nastínění základního rámce finančního plánu je nejpoužívanější metoda procentního podílu na tržbách. Výchozím předpokladem je stabilní podíl predikovaných položek na tržbách.

Důležitým předpokladem správně sestaveného finančního plánu je volba časového horizontu, ve kterém bude plán sestavován, délka jednoho období a volba správné metody, pomocí které bude plán sestaven.

2.5 Metody oceňování

Na základě existence mnoha důvodů a účelů ocenění, existuje široká škála oceňovacích metod, které jsou klasifikovány do základních čtyř skupin na:

- metody výnosové (metody DCF, kapitalizovaných zisků, metody EVA),
- metody majetkové (účetní, substanční, likvidační),
- metody komparativní (metoda multiplikátorů),

- metody kombinované.

Metody založené na výnosovém ocenění jsou zaměřeny na stanovení hodnoty kapitálu z budoucích peněžních toků převedených na současnou hodnotu. Majetkové metody jsou založeny na určení konkrétní hodnoty, která má být oceněním zjištěna. Metody komparativní spočívají ve srovnávání porovnatelných ukazatelů srovnatelných podnikatelských subjektů. Pomocí metod kombinovaných je získávána hodnota kapitálu na základě váženého průměru hodnot zjištěných výše zmíněnými metodami. viz Dluhošová (2006)

2.6 Výnosové metody

Výsledkem procesu ocenění je hodnota podniku, která je dána budoucími příjmy popř. finančními toky firmy, které jsou převedeny na současnou hodnotu. Hodnota podniku v podstatě představuje jeho tržní hodnotu, za kterou by s nejvyšší pravděpodobností byla uskutečněna transakce prodeje firmy. Jde však pouze o odhad nejpravděpodobnější ceny, která však nemusí být akceptována.

Oceňování na základě analýzy výnosů spočívá ve stanovení hodnoty kapitálu, určené jako současná hodnota budoucích peněžních toků, které jsou nezbytně spojeny s existencí podniku. Předpokladem výnosových metod je hodnota stanovená jako očekávaný užitek plynoucí jeho držiteli. Těmito užitky mohou být např. ekonomické efekty jako je zisk, peněžní toky či dividendy. K použití těchto metod je zapotřebí znalost budoucích výnosů, které jsou základem pro určení hodnoty. Zohledňující ve výnosových metodách je délka časového horizontu a výše nákladů na kapitál, které výslednou hodnotu výrazně ovlivňují.

2.6.1 Metody diskontovaných peněžních toků

K nejpoužívanějším metodám patří metoda kapitalizovaných zisků a metoda diskontovaných peněžních toků. Metody diskontovaných peněžních toků jsou založeny na plánování budoucích volných peněžních toků, jako efektů z podnikatelské činnosti. Velikost těchto budoucích peněžních toků je závislá na přiměřeném odhadu růstových generátorů, které úzce souvisí s analýzou historických účetních dat a aktuálním vývojem ekonomického růstu a vývoji poptávky v konkrétním odvětví, který má vliv na budoucí potenciál podniku a odhad peněžních toků.

Volné peněžní toky jsou hlavním parametrem ocenění a na jejich výši závisí hodnota podniku. Výchozím předpokladem je stanovení současné hodnoty těchto budoucích peněžních toků, které je významně ovlivněno délkou časového horizontu a náklady kapitálu, které jsou

diskontní mírou určenou k eliminaci faktoru času. Při oceňování pomocí diskontovaných peněžních toků je rozlišováno, zda je oceňován celkový nebo vlastní kapitál.

Metodami založenými na diskontování peněžních toků jsou:

- DCF-entity,
- DCF-equity,
- DDM (*dividend discount model*),
- APV model (*adjusted present value*).

2.6.1.1 DCF-entity

Pro ocenění podniku metodou entity je charakteristické, že výsledná hodnota podniku představuje hodnotu celkového kapitálu. Základním parametrem jsou volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele, které jsou jako budoucí ekonomické efekty diskontovány příslušnými náklady celkového kapitálu k momentu ocenění, přičemž k výsledné tržní hodnotě celkového kapitálu lze obecně dojít na základě výpočtu tzv. perpetuity jako

$$V = \frac{FCFF}{R_A}, \quad (2.19)$$

kde V je hodnota podniku, $FCFF$ jsou volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele, R_A jsou průměrné náklady neboli celkové náklady na kapitál, rovněž označované jako WACC.

2.6.1.2 Metoda DCF-equity

Tato metoda je založena na oceňování pouze vlastního kapitálu. V tomto případě jsou aplikovány volné peněžní toky pro vlastníky, které jsou diskontovány pomocí nákladů na vlastní kapitál. Obecný výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu je obdobný jako u metody DCF-entity, kde je rovněž využito principu perpetuity. Hodnota podniku se rovná

$$V = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.20)$$

kde $FCFE$ je volný peněžní tok pro vlastníky, R_E jsou náklady vlastního kapitálu.

2.6.1.3 Metoda DDM

Dividendovým diskontním modelem je zjišťována tržní hodnota vlastního kapitálu, avšak peněžní tok je vyjádřen vyplacenými dividendami, které jsou diskontovány k momentu

ocenění diskontní mírou na bázi nákladů vlastního kapitálu a tudíž se tržní hodnota podniku dá vyjádřit jako

$$V = \frac{DIV}{R_E}, \quad (2.21)$$

kde DIV jsou dividendy.

Modifikací dividendového modelu známou jako Gordonův dividendový model je ve výpočtu tržní hodnoty vlastního kapitálu brán ohled na konstantní růst dividend.

$$V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.22)$$

kde g je konstantní růst dividend.

Modely DDM jsou v praxi využitelné u společností, které pravidelně dosahují zisku, ze kterého stabilně vyplácejí dividendy.

2.6.1.4 Metoda APV

Metoda upravené současné hodnoty (APV – *adjusted present value*) je používána k ocenění celkového kapitálu podniku za použití finančních toků, které jsou tvořeny nezadluženou firmou. Tyto finanční toky jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy. Takto získaná hodnota odpovídá hodnotě nezadluženého podniku. K ocenění zadluženého podniku je třeba přičíst hodnotu diskontovaného daňového štítu, který je diskontován náklady dluhu. K výsledné hodnotě celkového kapitálu, která odpovídá hodnotě podniku je možno dospět dle vztahu

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.23)$$

kde $FCFE_U$ jsou finanční toky nezadluženého podniku, TS je daňový štít, R_U jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, R_D jsou náklady dluhu.

Tato metoda upravené současné hodnoty je však zřídka využívána. Všechny tyto metody oceňování lze rovněž konstruovat na základě vícefázového ocenění.

2.7 Jedno a vícefázové ocenění

Hodnotu podniku je možné zjistit na základě ocenění pomocí jednofázové, dvoufázové či vícefázových metod.

2.7.1 Jednofázová metoda

Nejjednodušší formou výnosového oceňování je metoda jednofázová, která vychází z předpokladu „going concern“. Nadále se očekávají konstantní peněžní toky a neměnné chování podniku ve všech jeho fázích. Vztah pro vyjádření ocenění podniku perpetuitou má hodnotu

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.24)$$

kde V je hodnota podniku, FCF jsou volné peněžní toky, R jsou náklady kapitálu. Za předpokladu konstantního tempa růstu či poklesu by vztah pro výpočet hodnoty podniku byl vyjádřen dle vztahu

$$V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (2.25)$$

kde g je tempo růstu, které je možno odvodit z historických růstových měř analýzou časových řad.

2.7.2 Dvoufázová metoda

Stanovení hodnoty první fáze je snazší, protože plánování volných peněžních toků z podnikatelské činnosti v blízké budoucnosti je poměrně přesné. Bezprostředně poté následuje druhá fáze, jejíž stanovení je podstatně komplikovanější. V této fázi je možné stanovit pouze trend vývoje peněžních toků, který je označován jako pokračující hodnota, která je rovněž diskontována na současnou hodnotu stejně jako u první fáze, kdy jsou diskontovány jednotlivé peněžní toky. Hodnota podniku určena dvoufázovou výnosovou metodou je dána součtem dvou hodnot

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.26)$$

kde V je celková hodnota podniku za obě fáze, V_1 je hodnota první fáze, V_2 je hodnota druhé fáze.

Peněžní toky společnosti v první fázi lze zjistit poměrně snadno. K hodnotě této fáze dojdeme součtem diskontovaných volných peněžních toků k okamžiku ocenění.

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + R_1)^t}, \quad (2.27)$$

kde FCF_t jsou volné peněžní toky v daném čase, T je délka první fáze a R_1 jsou náklady kapitálu první fáze.

Druhá fáze spočívá v diskontování tzv. pokračující hodnoty k okamžiku ocenění za použití vhodných nákladů kapitálu pro druhou fázi ocenění. Hodnota této fáze je vyjádřena vztahem

$$V_2 = \frac{PH}{(1 + R_1)^T}, \quad (2.28)$$

kde PH je pokračující hodnota určena jako

$$PH = \frac{FCF_{t+1}}{R_2}, \quad (2.29)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu příslušné pro druhou fázi.

2.7.3 Vícefázové metody

Stejně jako u metody dvoufázové je obdobně postupováno i u metod vícefázových, kdy je rovněž výsledná hodnota firmy tvořena součtem hodnot jednotlivých fází. Obecně lze o vícefázových metodách říci, že je pro každou fázi charakteristický jiný vývoj volných peněžních toků, přičemž poslední fáze má stejně jako u dvoufázové metody neomezené trvání. Hodnota podniku pomocí vícefázové metody je určena součtem hodnot jako

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n. \quad (2.30)$$

Hodnoty jednotlivých fází jsou vyjádřeny tzv. fázovou hodnotou, která představuje volné peněžní toky dané fáze, diskontované k počátku této fáze příslušnou mírou nákladů kapitálu. Dále je konkrétní fázová hodnota diskontována k momentu ocenění.

$$V = FH_1 + \frac{FH_2}{(1 + R_1)^{T_1}} + \frac{FH_3}{(1 + R_2)^{T_2}} + \dots + \frac{FH_n}{(1 + R_{n-2})^{T_{n-2}}} + \frac{PH}{(1 + R_{n-1})^{T_{n-1}}}, \quad (2.31)$$

kde FH_i je fázová hodnota dané fáze, R_i jsou náklady kapitálu příslušné fáze, T_i je délkou od momentu ocenění po konec i -té fáze.

Matematický vztah pro výpočet i -té fázové hodnoty je dán vzorcem, viz Dluhošová (2006)

$$FH_i = \sum_{t=1}^{Q_i=T_i-T_{i-1}} FCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + R_i)^t}, \quad (2.32)$$

přičemž Q_i je délka fáze.

2.8 Vyjádření volných peněžních toků

2.8.1 Volné peněžní toky pro vlastníky

Metoda diskontovaných peněžních toků (*DCF – discounted cash flow*) spočívá v odhadu volných peněžních toků (*FCF – free cash flow*). V závislosti na tom, která hodnota je výsledkem ocenění, rozlišujeme toky do dvou skupin. Metodou DCF-equity je zjišťována hodnota vlastního kapitálu, tudíž odhad peněžních toků je prováděn na hladině volných peněžních toků pro vlastníky (*FCFE – free cash flow to the equity*). Hodnotu takto predikovaných peněžních toků lze vyjádřit na základě vztahu

$$FCFE = EAT + ODP - \Delta\check{CPK} - INV + \Delta S, \quad (2.33)$$

kde *FCFE* je volný peněžní tok pro vlastníky, *EAT* je čistý zisk, *ODP* jsou odpisy, $\Delta\check{CPK}$ je změna čistého pracovního kapitálu, *INV* jsou investice, ΔS je saldo čerpání a splátek úvěrů.

2.8.2 Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele

Využitím metody DCF-entity je oceňován celkový kapitál. Proto jsou použity volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele (*FCFF – free cash flow to the firm*). Představují veškeré peněžní toky, které firma generuje z aktiv bez ohledu na to, komu jsou určeny. Tyto volné peněžní toky jsou výsledkem součtu dvou toků.

$$FCFF = FCFE + FCFD, \quad (2.34)$$

kde *FCFF* je volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele, *FCFD* je volný peněžní tok pro věřitele.

Volné peněžní toky věřitelů představují toky vytvořené použitím dluhu jako cizího kapitálu. Hodnotu těchto toků lze odvodit ze vztahu

$$FCFD = úroky \cdot (1 - t) - \Delta S, \quad (2.35)$$

kde t znamená sazbu daně z příjmu.

Z výše uvedených vztahů lze tedy odvodit celkové toky jako

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - t) + ODP - \Delta\check{CPK} - INV, \quad (2.36)$$

kde $EBIT \cdot (1 - t)$ je zdaněný provozní výsledek před odečtením úroků.

2.9 Náklady kapitálu

Pojmem náklady kapitálu se rozumí náklady podniku na získání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Tyto náklady představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Tato výnosnost je pro každou složku kapitálu různá, neboť je chápána jak z pohledu vlastníka podniku, tak z pohledu investora. Pro investora náklady představují výnosnost vloženého aktiva, ze kterého by měl plynout kladný efekt a nemělo by docházet k poklesu jeho hodnoty. Pro podnik jsou náklady kapitálu cenou vlastního kapitálu, který je využíván pro další rozvoj podnikatelské činnosti. Celkovými náklady kapitálu je chápána taková míra výnosnosti finančních toků, která zajistí, aby se současná hodnota těchto toků rovnala tržní hodnotě aktiva. Z hlediska časového horizontu jsou náklady ovlivněny také faktorem času.

Z hlediska vyčlenění více hladin finančních toků, které je třeba pro účely ocenění převést na současnou hodnotu, jsou známy různé formy nákladů kapitálu jako diskontní míry. Jsou rozlišovány náklady celkového kapitálu neboli průměrné náklady kapitálu ($WACC = R_A$), náklady vlastního kapitálu (R_E) a náklady dluhu (R_D), čímž výčet těchto nákladů končí.

2.9.1 Průměrné náklady kapitálu WACC

Průměrné náklady celkového kapitálu ($WACC$ – *weighted average cost of capital*) jsou složeninou dvou základních forem kapitálu, které jsou vyjádřeny vztahem

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.37)$$

kde R_D jsou náklady cizího kapitálu, R_E jsou náklady vlastního kapitálu, t je sazba daně, D je úročený cizí kapitál, E je vlastní kapitál, přičemž platí, že celkový kapitál $C = E + D$.

2.9.2 Náklady na vlastní kapitál R_E

Náklady vlastního kapitálu lze obecně charakterizovat jako požadovanou míru výnosnosti vlastního kapitálu. Z charakteristiky vlastního kapitálu vyplývá, že náklady na jeho pořízení jsou všeobecně vyšší, než náklady jiných složek kapitálu. Jedním z důvodů je vyšší riziko pro vlastníka, než které akceptuje věřitel.

Věřitel vkládá do podniku svůj kapitál na omezenou dobu, po kterou získává pravidelné výnosy ve formě kupónů a to bez ohledu na ziskovost a prosperitu podniku. Dále také úrokové výnosy z cizího kapitálu jsou daňově uznatelné. Vložené prostředky vlastníků přinášejí vyšší riziko, protože nezaručují pravidelný výnos.

Základní metody používané k určení nákladů vlastního kapitálu jsou:

- model CAPM (*capital asset pricing model*),
- model APM (*arbitrage pricing model*),
- dividendový růstový model,
- stavebnicový model.

Pro účely této práce bude nadále rozebrána pouze metoda určení nákladů vlastního kapitálu pomocí stavebnicového modelu, čímž na ostatní modely nebude dále brán zřetel.

Náklady kapitálu budou stanoveny pomocí stavebnicové metody. Tato metoda vychází z předpokladu, že výše nákladů kapitálu je závislá na riziku plynoucím z daného aktiva. Průměrné náklady kapitálu se skládají z bezrizikové sazby a rizikových přírážek. Bezriziková sazba je rovna výnosnosti z bezrizikových cenných papírů, tj. desetiletých státních dluhopisů.

WACC nezadlužené firmy stavebnicovou metodou jsou konstruovány jako

$$WACC_U = R_F + R_{LA} + R_{podnikatelske} + R_{finstab}, \quad (2.38)$$

kde R_F je bezriziková přírážka, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku, $R_{podnikatelske}$ je přírážka za podnikatelské riziko a $R_{finstab}$ je přírážka za riziko finanční stability.

WACC zadlužené firmy

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{BU + OBL}{A} \cdot t\right), \quad (2.39)$$

kde BU jsou bankovní úvěry, OBL jsou obligace, A jsou aktiva a t je sazba daně z příjmů.

Z výše uvedeného vztahu je možné stanovit výši nákladů vlastního kapitálu jako

$$R_E = \frac{WACC \cdot \frac{UZ}{A} - (1-t) \cdot \frac{U}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}. \quad (2.40)$$

2.9.2.1 Rizikové přírážky

Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA})

Pro stanovení této rizikové přírážky jsou použity úplatné zdroje, jejichž hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál. Jsou-li $UZ > 3$ mld. Kč, pak platí,

že $R_{LA} = 0 \%$. Jestliže jsou $UZ < 100 \text{ mil. Kč}$, pak $R_{LA} = 5 \%$. Jsou-li úplatné zdroje v intervalu (100 mil. Kč; 3 mld. Kč), pak platí tento vztah pro výpočet rizikové přírážky.

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}, \quad (2.41)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje, pro které platí $UZ = VK + BU + OBL$.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko ($R_{podnikatelske}$)

Tato riziková prémie charakterizuje riziko tvorby produkční síly. Je závislé na ukazateli rentability celkového kapitálu (ROA) a na ukazateli nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem (XP).

Je-li $\frac{EBIT}{A} > XP$, pak $R_{podnikatelske} = 0 \%$. Když je $\frac{EBIT}{A} < 0$, pak riziková prémie je rovna 10 %. Pokud se ukazatel ROA nachází v intervalu $\langle 0; XP \rangle$, pak se riziko zjistí podle vztahu

$$R_{podnikatelske} = \frac{\left(XP - \frac{EBIT}{A} \right)^2}{10 \cdot XP^2}, \quad (2.42)$$

kde $EBIT$ je provozní výsledek hospodaření, A jsou aktiva.

$$XP = \frac{VK + BU + OBL}{A} \cdot \frac{U}{BU + OBL}, \quad (2.43)$$

kde VK je vlastní kapitál, BU jsou bankovní úvěry, OBL jsou obligace, U jsou nákladové úroky.

Riziková přírážka za riziko plynoucí z finanční stability ($R_{finstab}$)

Tato riziková přírážka je stanovena na bázi rizika plynoucího z ohrožení celkové likvidity, přičemž se vychází z porovnání celkové likvidity podniku (CL) s průměrnou celkovou likviditou daného oboru (XL), kde

$$CL = \frac{OA}{KZ}, \quad (2.44)$$

kde OA jsou oběžná aktiva a KZ jsou krátkodobé závazky.

Je-li $XL < CL$, pak $R_{finstab} = 0 \%$. Jestliže je $CL < 1$, pak $R_{finstab} = 10 \%$. Pokud se ukazatel celkové likvidity pohybuje v intervalu $(1; XL)$, pak pro výpočet rizikové přírážky finanční stability se zjistí podle vztahu

$$R_{finstab} = \frac{(XL - CL)^2}{10 \cdot (XL - 1)^2}, \quad (2.45)$$

kde XL je celková likvidita odvětví a je omezena dolní hranicí 1,25. Pokud klesne pod tuto hranici, pak se $XL = 1,25$.

2.9.3 Náklady dluhu R_D

Náklady na cizí kapitál jsou vypláceny formou úroků nebo kupónových plateb, jejichž splatnost nelze odložit s ohledem na ziskovost či ztrátovost podniku. Je-li získán cizí kapitál, pak náklady dluhu lze vyjádřit jako úroky snížené o daňový štít. Vztah pro výpočet těchto nákladů je vyjádřen jako

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.46)$$

kde i je úroková míra, t je sazba daně. Úrokovou míru je možné získat poměrem nákladových úroků s průměrným stavem bankovních úvěrů

2.10 Metody kapitalizovaných zisků

Další skupinou výnosových metod jsou metody kapitalizovaných zisků. V zásadě se jedná o převádění budoucí hodnoty na hodnotu současnou tak, jak je tomu u metod DCF. Metoda kapitalizovaných zisků je více založena na využití účetních principů, ale i v těchto metodách se začíná zohledňovat faktor času. Ke zjištění hodnoty podniku je využíváno odhadu budoucích zisků, které jsou na základě principu faktoru času diskontovány na současnou hodnotu. Budoucí zisky jsou odhadnuty z historických dat. V případě aplikace metody kapitalizovaných zisků na budoucí výsledky hospodaření se jedná o metodu analytickou, kdežto při určování hodnoty podniku z historických dat jde o metodu paušální.

Metoda kapitalizace zisků je rovněž používána ke zjišťování výnosové hodnoty podniku. Hladina, na které je výsledek ocenění stanoven, je hodnotou netto (equity), tudíž výsledkem ocenění je hodnota vlastního kapitálu. Přístup ocenění na základě kapitalizace se dá rozdělit do dvou variant. Varianta, kterou je hodnota podniku stanovena pomocí rozdílu mezi příjmy a výdaji se ve zjednodušené podobě blíží metodě DCF-equity. Druhá varianta,

kteřá je prakticky častěji využívána, je zaměřena na úpravu výsledků hospodaření, což je základem pro ocenění hodnoty kapitálu.

Proč se z velké části dává přednost využití účetních výsledků hospodaření, je základní otázkou při upřednostnění ocenění na základě kapitalizace zisku před metodou diskontovaných peněžních toků. Volné peněžní toky jsou tvořeny jako rozdíl čistého zisku, investic do dlouhodobého majetku a změny čistého pracovního kapitálu. Plánování investic je nejspíše nejkomplikovanější částí finančního plánování, které je navíc stěžováno délkou životního cyklu dlouhodobého majetku. Existuje-li možnost přímého zahrnutí investičních výdajů do peněžních toků a dále je známa jejich výše a doba vzniku těchto výdajů, pak se přesnost metodiky výpočtu hodnoty podniku zvyšuje. Není-li však možné přesného plánování dlouhodobých investic, pak výhoda, kterou skýtá metoda DCF se vytrácí.

Zásady pro oceňování metodou kapitalizace zisků

Před aplikací metody je třeba znát jisté zásady, které metodu kapitalizovaných zisků doprovázejí. Těmito zásadami jsou:

- znalost účelu ocenění,
- nutnost ocenění podniku jako hospodářské jednotky,
- určení rozhodného dne, ke kterému se vztahuje datum ocenění,
- ocenění provozně nutného majetku,
- ocenění neprovozního majetku,
- transparentnost posudku.

Jako u všech metod oceňování je zapotřebí dodržet jistou hierarchii postupu. Nejprve je přistoupeno k analýze dostupných hospodářských výsledků a jejich následné úpravě. Dále by měla následovat prognóza budoucích výnosů a jejich úpravy, odhad nákladů na vlastní kapitál a nakonec samotný propočet výnosové metody. Ke zjištění výnosové hodnoty je možno využít buď paušální nebo analytickou metodu kapitalizovaných zisků.

Úprava dosažených zisků

Metodou kapitalizace zisků je kladen důraz na úpravu účetních výkazů s cílem zajistit skutečné výsledky hospodaření. Důležitým podnětem pro tyto úpravy je také dosažení srovnatelnosti hodnot mezi minulým vývojem a plánem. Při úpravě výsledků hospodaření je

důležité se zaměřit zejména na vyčlenění položek nákladů a výnosů plynoucích z provozně nepotřebného majetku. Dalším důležitým krokem je zařazení nákladů a výnosů do příslušného období, do kterého věcně i časově patří. Smyslem je zjištění výše trvalého udržitelného výsledku hospodaření. Vhodnou úpravou je rovněž přepočtení výsledků zjištěných z historických dat na cenovou úroveň roku, které je rozhodné pro ocenění.

Postup úpravy výsledku hospodaření na udržitelný zisk

VH před zdaněním
-
Výnosy z prodeje DM
+
ZC prodaného DM
-
Výnosy z prodeje CP
+
Prodané CP
-
Mimořádný VH
=
UVH před zdaněním
-
Daň
=
Udržitelný zisk

2.10.1 Analytická metoda

Touto metodou je výnosová hodnota zjištěna na bázi plánovaných výsledků hospodaření, jež jsou upraveny o vliv finančních zdrojů. Propočet je obdobný jako u metody DCF, která je založena na diskontování budoucích peněžních toků pomocí nákladů na vlastní kapitálu, které jsou určující pro zjištění výnosové hodnoty k rozhodnému dni ocenění. Při oceňování kapitalizací zisků se vychází z řady odnímatelných čistých výnosů a z předpokladu trvalé existence podniku.

Hodnotu podniku na základě dvoufázové metody představuje vzorec

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{Z_t}{(1 + R_{E_t})} + \frac{Z_{t+1}}{R_{E_{t+1}}} \cdot (1 + R_{E_t})^{-T}, \quad (2.47)$$

kde Z_t je trvale udržitelný zisk v čase t , Z_{t+1} je trvale udržitelný zisk pro druhou fázi, R_{E_t} ($R_{E_{t+1}}$) jsou náklady na vlastní kapitál v čase t ($t+1$), T je délka období, za které jsou odhadnuty čisté výnosy.

S diskontní sazbou je počítáno jako s náklady na vlastní kapitál, jelikož výsledkem výnosového ocenění metodou kapitalizovaných zisků je hodnota vlastního kapitálu.

2.10.2 Paušální metoda

Je-li obtížné sestavit prognózu odnímatelných čistých výnosů, což je příznačné pro podniky, jejichž budoucnost je nejasná, je vhodné použití paušální metody. Toto je charakteristické pro menší podniky, které profitují z dostatečného množství malých zakázek. Charakteristické rysy paušální metody spočívají ve výnosovém potenciálu k datu ocenění, nejasné budoucnosti podniku a v obtížné predikci růstových generátorů, jelikož trvalá existence podniku není dobře předvídatelná. Současný efekt hospodaření je představován trvale odnímatelným čistým výnosem roku, který předchází okamžiku ocenění.

Trvalý výnos je stanoven průměrem váženým důležitostí historických výnosů jednotlivých let předcházející datu ocenění, přičemž váha klesá se zvyšujícím se stářím konkrétních dat od rozhodného období. Použití paušální metody při ocenění kapitalizace zisků je opodstatněno v případě, jestliže výnosy podniku dosahují alespoň úrovně minulých let. Trvale udržitelný zisk je konstruován dle vztahu

$$Z = \sum_{t=1}^T q_t \cdot Z_t, \quad (2.48)$$

kde Z je trvale udržitelný zisk, Z_t je upravený zisk minulých období, q_t jsou váhy určující významnost čistých výnosů dle období minulých let, T je počet minulých let zařazených do výpočtu.

Hodnota podniku paušální metodou je pak určena perpetuitou jako

$$V = \frac{Z}{R_E}, \quad (2.49)$$

kde Z je trvale udržitelný zisk, R_E jsou náklady vlastního kapitálu využité jako diskontní sazby.

2.11 Analýza citlivosti

Analýza citlivosti hodnoty ocenění je provedena na základě dvoufaktorového modelu, kdy závisle proměnnou představuje hodnota aktiv (popř. vlastního kapitálu) a za nezávisle proměnné faktory jsou určeny volné peněžní toky a náklady kapitálu.

Na základě změn základních vstupních parametrů jsou vyhotoveny různé varianty ocenění aktiv (vlastního kapitálu), které jsou vypočteny pomocí vztahu

$$V_{\delta} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t \cdot (1 + \alpha)}{1 + R_t \cdot (1 + \beta)}, \quad (2.50)$$

kde V_{δ} představuje hodnotu podniku v závislosti na změnách vstupních parametrů, α je parametr změny volných peněžních toků, β je parametr změny nákladů kapitálu.

3 ANALÝZA TRHU A OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI

3.1 Představení společnosti

V této diplomové práci bude provedena analýza finanční situace společnosti a následně bude tento podnik oceněn pomocí vybraných výnosových metod. K této práci budou využity účetní informace, tudíž na přání vedení společnosti nebude pravý název použit. Proto bude v této práci společnost představována pod fiktivním názvem CNC, s. r. o.

Tento podnik, založen jako společnost s ručením omezeným, je firmou podnikající v odvětví zpracovatelského průmyslu. V odvětvové klasifikaci ekonomických činností známou pod zkratkou OKEČ⁴ je firma zařazena do sekce D, subsekce DJ a oddílu 28 Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků.

Předmětem činnosti je:

- zámečnictví,
- kovoobrábění,
- montáž, servis, opravy a údržba strojních a technologických zařízení,
- výroba kovového zboží,
- vodoinstalatérství,
- montáž, opravy a revize vyhrazených plynových zařízení.

Společnost vznikla a byla zapsána do Obchodního rejstříku 1. 10. 1993 jako společnost s ručením omezeným a se splaceným základním kapitálem ve výši 120 tis. Kč. Od této doby funguje společnost dodnes beze změn. Průměrný počet zaměstnanců ke konci roku 2007 činil 40 zaměstnanců, z toho jsou 3 zaměstnanci v postavení vedení společnosti.

3.1.1 SWOT analýza

Silné stránky

Oceňovaná společnost patří v Moravskoslezském kraji k společnostem se stabilním obrátem, kdy v průběhu uplynulých let dokonce vykazovala jejich zvyšování. Společnost má zároveň stabilní množství odběratelů a její silnou stránkou je certifikace ISO 9001 k využívání technologie v CNC obrábění a zpracování kovových materiálů.

⁴ <http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/okec>

Slabé stránky

Slabou stránkou společnosti je potřeba obnovy technického vybavení. Nákupy nových technologií zvyšují výdaje na investice, bez nichž by nedocházelo k rostoucí produktivitě výroby a efektivnosti práce.

Příležitosti

S nadcházející finanční krizí se dostává společnosti možné příležitosti využití hrozeb, kdy se mnohé společnosti mohou dostat v důsledku krize do finančních potíží. Pokud společnost zareaguje na nepříznivý vývoj, může dosáhnout zvýšení podílu na trhu v oblasti podnikatelskou činností kovoobrábění.

Hrozby

Společnost hospodaří v oblasti podnikání s velkou konkurencí v rámci Moravskoslezského kraje. Toto ohrožení je zároveň zvyšováno nastupující hospodářskou krizí, která se již projevuje i v Moravskoslezském regionu a to zejména v oblasti hutnictví, kdy se snižuje poptávka po hutních výrobcích.

3.2 Strategická analýza

Úkolem strategické analýzy je studie vývoje národního hospodářství, trhu a konkurence, které jsou nedílnou součástí vnějšího prostředí a podnik výrazně ovlivňují. Strategická analýza napomáhá podniku odhalit vývoj, kterého společnost dosahuje a také zda je tento vývoj způsoben vlivem celého hospodářství, odvětví či jeho trend ovlivňují pouze interní faktory jako např. rozhodování podnikového managementu.

3.2.1 Analýza makroprostředí

Makroekonomickou analýzou jsou srovnávány hlavní ekonomické veličiny a ukazatele jako hrubý domácí produkt, míra růstu reálného produktu, míra inflace, nezaměstnanosti, devizové kurzy a úrokové sazby. K makroekonomickým vlivům patří také politicko-právní vlivy, které rovněž působí na národní hospodářství. Tyto vlivy podnik nemůže nijak ovlivnit, může je však předvídat a zajistit se proti nim do budoucna.

Vývoj reálného růstu ekonomiky

Ekonomika České republiky se v letech 2001 až 2007 vyznačovala zvyšujícím se trendem hospodářského cyklu, který se v letech 2005 až 2007 ustálil na velmi

záviděníhodné hladině, kterou se vyznačovala jako jedna z mála postkomunistických zemí. Reálný výstup ekonomiky tak činil v tomto období zhruba 6,5 %. Tyto hodnoty se však vlivem nadcházející hospodářské krize, postihující vyspělý ekonomický svět, stávají minulostí. V nadcházejících letech se předpokládá snížení ekonomického růstu a v případě některých pesimistických odhadů je očekáván i hospodářský pokles, který se postupně stává skutečností. Výše HDP jak v běžných tak stálých cenách a jeho tempo růstu jsou obsaženy v tabulce 3.1.

Tab. 3.1 Tempo růstu HDP (v mld. Kč)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
HDP v BC	2 352,2	2 464,4	2 577,1	2 814,8	2 987,7	3 231,6	3 557,7
HDP v SC	2 242,9	2 285,5	2 367,8	2 474,0	2 630,3	2 808,8	2 975,9
Tempo růstu HDP	2,5%	1,9%	3,6%	4,5%	6,4%	6,4%	6,5%

Pramen: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/\\$File/HLMAKRO.xls](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/$File/HLMAKRO.xls)

Daňové zatížení

Daně, jako nástroj fiskální politiky vlády ČR, jsou hlavním zdrojem příjmů státního rozpočtu. Efekt zvyšování daní může mít dvě odlišné podoby. Jednou z nich, je vyšší příjem státního rozpočtu za předpokladu, že nedojde ke zbrzdění ekonomiky, čímž by byl výsledný efekt spíše opačný. Vývoj daňového zatížení v České republice je sledován pomocí tzv. složené daňové kvóty, jejíž výše se ve sledovaném období let 2001 až 2007 pohybovala v průměru okolo 37 %, což představuje podíl výnosů z daní na výstupu ekonomiky v podobě hrubého domácího produktu. Vlivem snižování daní z příjmu fyzických a právnických osob dochází k mírnému snižování ukazatele celkového daňového zatížení. Vláda České republiky v posledních letech usilovala o snižování daní.

Tab. 3.2 Vývoj daňového zatížení a daně z příjmu právnických osob

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Daňové zatížení	36,0%	36,6%	37,1%	37,4%	38,1%	37,5%	37,0%
Daně z příjmu právnických osob	31,0%	31,0%	31,0%	28,0%	26,0%	24,0%	24,0%

Vývoj akciových trhů kopíruje v předstihu vývoj hrubého domácího produktu. Fiskální politika zvyšováním daní může negativně ovlivnit akciové kurzy, jelikož snížení disponibilních zisků ovlivní výplaty dividendových podílů. Tím se stává méně atraktivní pro

potenciální investory. Snížení disponibilních hospodářských výsledků může mít za příčinu i omezení potenciálního rozvoje společnosti.

Míra inflace

Každoroční zvyšování spotřebitelských cen sebou přináší rostoucí míru inflace. Změny cenové hladiny lze vyjádřit pomocí meziročních přírůstků indexu spotřebitelských cen. Nominální znehodnocení měny je kompenzováno každoroční valorizací všech důchodů.

Nejnižší míry inflace dosahovala ekonomika v České republice v roce 2003. Od tohoto roku průměrně kolísala nad hladinou 2 %. V predikci nadcházejících let se očekává stále rostoucí míra inflace.

Tab. 3.3 Vývoj míry inflace

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Míra inflace	4,7%	1,8%	0,1%	2,8%	1,9%	2,5%	2,8%

Pramen: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace

Míra nezaměstnanosti

Vysoká nezaměstnanost je nelichotivým výsledkem pro každou vyspělou ekonomiku. V letech 2001 až 2004 dosahovala míra nezaměstnanosti hodnot přes 8 %. Od roku 2005, kdy ekonomika vykazovala vyšší tempo růstu docházelo ke snižování nezaměstnanosti až na 5,3 % v roce 2007. Tento vývoj rovněž zapůsobil aktivní politika zaměstnanosti v kombinaci se zvýšeným zájmem zahraničních investorů. S příchozí finanční krizí, která zasáhla i Českou republiku, se však míra nezaměstnanosti opět zvyšuje.

Tab. 3.4 Vývoj míry nezaměstnanosti

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Míra nezaměstnanosti	8,1%	7,3%	7,8%	8,3%	7,9%	7,1%	5,3%

Pramen: <http://www.finance.cz/ekonomika/prace/nezamestnanost/>

Saldo platební bilance

Platební bilance České republiky vyjadřuje peněžní vyjádření ekonomických transakcí se zahraničními zeměmi za období jednoho roku. Zahrnuje veškeré přesuny finančních prostředků, export, import zboží a služeb, zahraniční investice.

K vyjádření analýzy vnější ekonomické rovnováhy je použito úplné saldo platební bilance, tzv. saldo maximální likvidity. V letech 2001 až 2003 vykazovala platební bilance

České republiky aktivní saldo. V letech 2004 až 2007 se výsledek platební bilance přeměnil ve schodkový, čímž od této doby vykazuje platební bilance pasivní saldo.

Tab. 3.5 Saldo platební bilance (v mld. Kč)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Saldo PB	23 206,3	5 615,1	16 506,7	-8 887,6	-26 779,0	-16 552,7	-18 429,0

Pramen:

http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/platebni_bilance/BOP_CS.XLS

Peněžní zásoba

Česká národní banka využívá peněžní zásobu jako jeden z nástrojů monetární politiky. Peněžní zásobou je označována nabídka peněz v oběhu. Je vyjadřována pomocí několika různých měnových agregátů, lišících se likviditou. Pro vyjádření vývoje peněžní zásoby v České republice byl použit agregát M2, který zahrnuje úspory na účtech, termínované vklady s nízkou denominací a měnově likvidnější agregát M1, který je složen z hotovosti, cestovních šeků a vkladů na požádání.

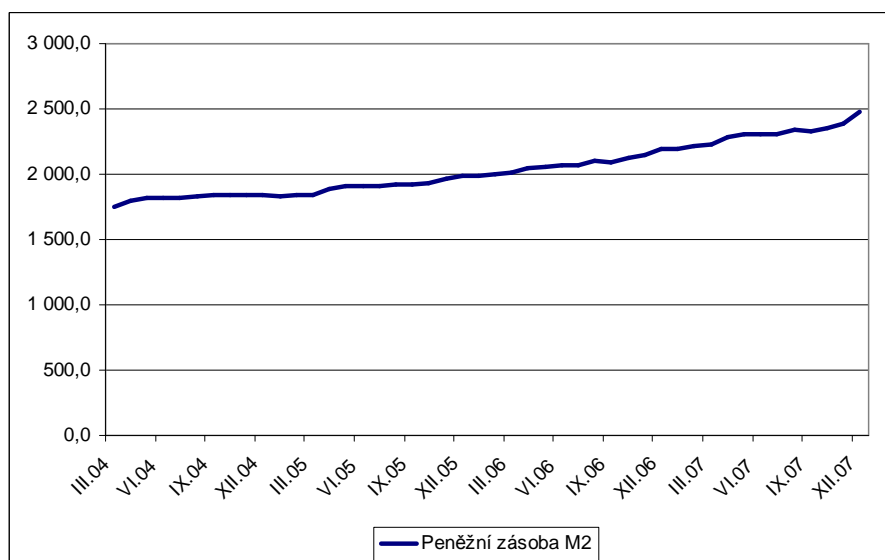
Tab. 3.6 Peněžní zásoba v letech 2004 – 2007 (v mld. Kč)

	2004	2005	2006	2007
Peněžní zásoba M2	1 819,5	1 905,3	2 075,5	2 309,2

Pramen: <http://www.finance.cz/ekonomika/mena/ukazatele/>

V tabulce 3.6 jsou obsaženy hodnoty peněžní zásoby ke konci roku 2004 až 2007, kdy během těchto let zásoba rostla. K výraznému zvýšení došlo v roce 2007 o zhruba 11 %. Tento vývoj je zároveň znázorněn i v grafu 3:1. Růst nabídky peněz v ekonomice působí pozitivně na vývoj akciových kurzů. Zároveň zvyšující se zásoba působí na snižování úrokových sazeb, což je rovněž pozitivním efektem pro vývoj akciových trhů.

Graf 3.1 Vývoj peněžní zásoby od března 2004 do prosince 2007 (v mld. Kč)



Měnové kurzy

Snižování devizových kurzů výrazně napomáhá domácím dovozčům, což jim snižuje náklady. Mohou si tak dovolit zvýšit své marže, případně se podělit o pozitivní efekt snížení cen s konečným spotřebitelem. Naopak domácí exportéři na nižších měnových kurzech ztrácejí vlivem kurzových rozdílů, výroba se tak stává méně rentabilní.

Ve sledovaném období let 2001 až 2007 docházelo k postupnému zpevňování domácí měny vůči zahraničnímu euru a americkému dolaru. V roce 2005 se podařilo prolomit historickou hranici 30 Kč za euro a v roce 2007 se americký dolar přiblížil hranici 20 Kč za dolar.

Tab. 3.7 Vývoj měnových kurzů (v Kč)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CZK/EUR	34,083	30,812	31,844	31,904	29,784	28,343	27,762
CZK/USD	38,038	32,736	28,227	25,701	23,947	22,609	20,308

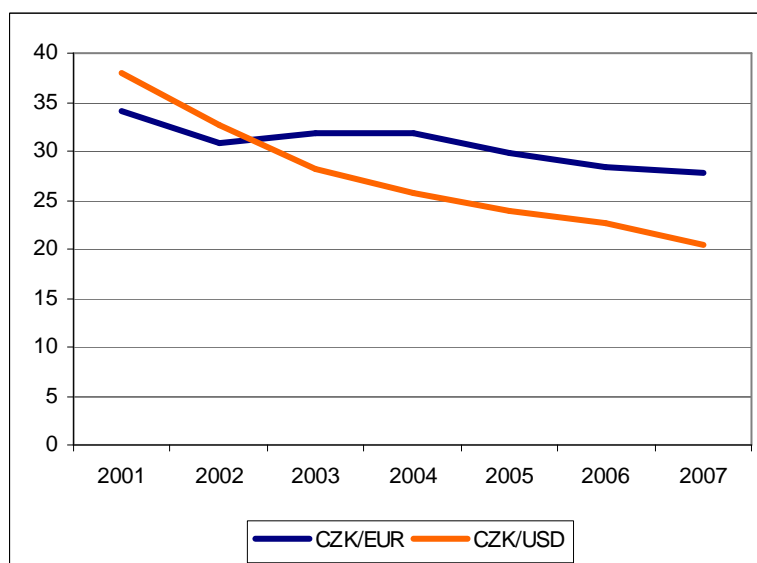
Pramen:

http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_mena.jsp?mena=EUR

http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_mena.jsp?mena=USD

Kurz amerického dolaru se dlouhodobě pohyboval nad měnovým kurzem eura až do roku 2003, kdy došlo k obratu. Vývoj obou kurzů je znázorněn grafem 3.2.

Graf 3.2 Vývoj měnových kurzů eura a amerického dolaru (v Kč)



Úrokové sazby

Změnami úrokových sazeb, ke kterým je oprávněna ČNB, dochází k působení na akciový trh. Zvyšování sazeb má na akciový kurz negativní vliv, protože se tak investorům nabízejí alternativní možnosti investování do méně rizikovějších investic, kterými jsou např. termínované vklady, obligace či jiné dlužné cenné papíry.

Vývoj úrokových sazeb je vyjádřen pomocí průměrné pražské mezibankovní nabídkové sazby (*PRIBOR – Prague interbank offered rate*) s tříměsíční splatností, která představuje záůjčnou sazbu, za kterou si banky poskytují úvěry. Tato sazba se od roku 2001 snižovala z 5,18 % na 2,01 % v roce 2005. V následujících dvou letech se opět mírně zvýšila zhruba o 1 %. Srovnáním s vývojem HDP lze odvodit inverzní závislost mezi srovnávanými ukazateli. S nástupem finanční krize dochází ke snižování tempa růstu, což se snaží ČNB vyrovnat snížením diskontních sazeb, avšak na mezibankovním trhu panuje vysoká nedůvěra.

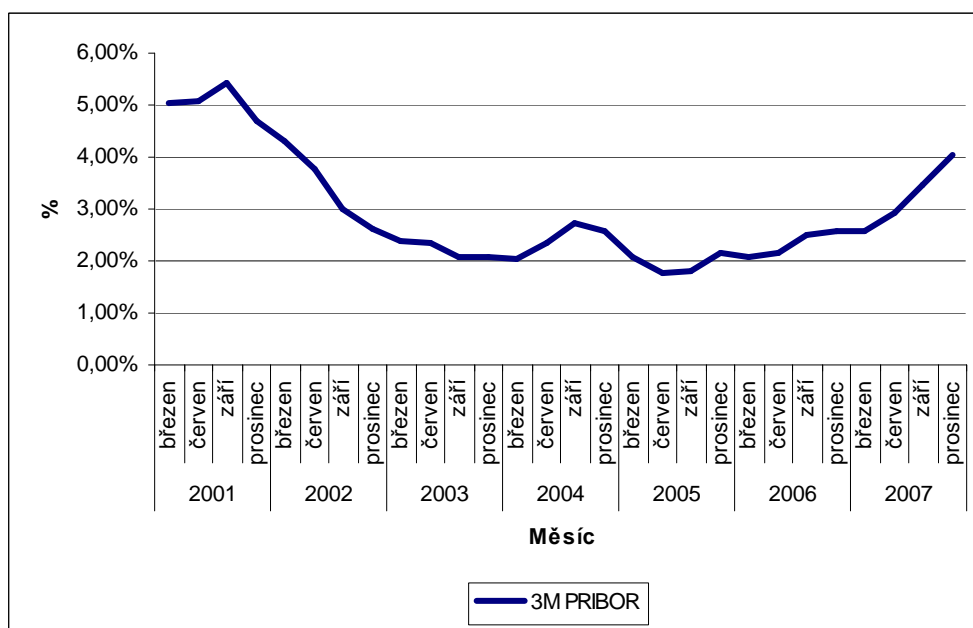
Tab. 3.8 Úrokové sazby finančních trhů – *PRIBOR* (roční průměr)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
3M PRIBOR	5,18%	3,55%	2,28%	2,36%	2,01%	2,30%	3,09%

Pramen: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne_form.jsp

V tabulce 3.8 jsou vyčísleny roční průměry úrokových sazeb PRIBOR na mezibankovním trhu depozit. Graf 3.3 znázorňuje vývoj měsíčních průměrů těchto sazeb za období 2001 až 2007.

Graf 3.3 Vývoj úrokových sazeb finančních trhů – PRIBOR



Ekonomické a politické šoky

Veškeré výkyvy ekonomické rovnováhy nebo politické stability mají negativní vliv na ekonomiku. V současné době dochází k takové destabilizaci díky celosvětové finanční a hospodářské krizi. Ani náhlé politické změny během volebního období na stabilitě a rovnováze nepřidávají.

3.2.2 Analýza mikroprostředí

Podnik byl zařazen na základě odvětvové klasifikace ekonomických činností do oddílu DJ 28.40⁵, kam spadá výroba kovových a kovodělných výrobků, konkrétně kování, lisování, ražení, válcování, protlačování kovů. Mikroprostředí je analyzováno pomocí modelu pěti sil dle M. Portera⁶.

Potenciální konkurence

Možnost vstupu nových konkurentů do odvětví není v této oblasti průmyslu nijak omezena. Každý podnik nově zavádějící tuto výrobu je omezen pouze investováním do technologických zařízení. Aby se však v silné konkurenci mnoha podniků zabývajících se touto činností udržel, musí usilovat o kvalitu a získat proto potvrzení ve formě potřebné certifikace.

⁵ [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/d zpracovatelsky_prumysl/\\$File/okec03%20d.pdf](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/d zpracovatelsky_prumysl/$File/okec03%20d.pdf)

⁶ KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2001

Dodavatelé

Společnost podniká v rámci Moravskoslezského kraje, odkud pocházejí rovněž hlavní dodavatelé pro výrobu. Jelikož hospodářská krize zasahuje do odvětví výroby hutních a kovových výrobků a polotovarů, čímž razantně snižuje odbyt hlavních dodavatelů, nehrozí tak nedostatek dodávek pro výrobu společnosti CNC.

Kupující

Hlavních odběratelů společnosti je celá řada. Nejčastějšími jsou dodávky společností se stavebním a strojním zařízením a jejich škála odběru je opravdu široká.

Substituční výrobky

Problematika náhradních výrobků při kovoobrábění a obrábění hutních polotovarů se tohoto odvětví příliš netýká, jelikož společnost zpracovává a tváří materiály, které nejsou ničím jiným nahraditelné a výsledný produkt, který společnost vyrábí, je vždy žádoucí.

Konkurence uvnitř odvětví

V oblasti kovoobrábění a CNC zpracování je konkurence v Moravskoslezském kraji velmi široká. Schopnost udržet se v tak silném konkurenčním prostředí záleží na kvalitě prodáváných výrobků a na cenové politice společnosti.

3.3 Finanční analýza společnosti

Před přistoupením k samotnému ocenění je nezbytné zpracovat analýzu podniku, která by vyjasnila postavení podniku na trhu, posoudila jeho ekonomický stav, konkurenceschopnost a rovněž schopnost tvorby dalších hodnot a dlouhodobé samostatné existence podniku.

3.3.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza představuje rozbor absolutních a relativních změn veškerých položek finančních výkazů, z nichž se dá vyčíslit možné výkyvy ve sledovaném období.

Rozvaha

V tabulce 3.9 jsou sledovány meziroční změny aktivních rozvahových položek. V roce 2004 došlo k výraznému zvýšení dlouhodobého hmotného majetku a krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů, které se projeví nárůstem aktiv o 34,02 %. Rovněž

na konci roku 2005 byl zaznamenán nárůst aktiv v důsledku zvýšení krátkodobých pohledávek o 66,37 %. K další významné změně došlo v roce 2006, kdy společnost nakoupením nového zařízení zvýšila hodnotu dlouhodobého hmotného majetku o 214,86 %.

Tab. 3.9 Horizontální rozbor rozvahy – aktiva (meziroční změny)

	% změna					
	2001/2002	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007
AKTIVA CELKEM	1,79%	-0,49%	34,02%	44,19%	11,16%	15,31%
Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)	115,37%	-19,72%	82,59%	-37,15%	212,32%	-33,62%
Dlouhodobý nehmotný majetek		-30,00%	-42,86%	-75,00%	-100,00%	
Dlouhodobý hmotný majetek	99,36%	-18,90%	89,31%	-35,70%	214,86%	-34,71%
Oběžná aktiva	-12,17%	0,10%	30,51%	64,25%	-10,86%	37,93%
Zásoby	12,49%	14,48%	-17,28%	-8,36%	6,67%	7,51%
Dlouhodobé pohledávky	25,00%	-80,00%	-100,00%			
Krátkodobé pohledávky	-18,92%	3,33%	60,14%	66,37%	-22,49%	22,02%
Časové rozlišení	186,17%	126,77%	-50,16%	164,47%	3,48%	-48,08%

V pasivní části horizontální analýzy relativních změn byl zaznamenán v letech 2004 a 2007 vysoký nárůst vlastního kapitálu o 43 % vlivem extrémního zvýšení výsledků hospodaření za běžnou činnost. Z rozboru pasiv lze také odhalit postupné zvyšování krátkodobých závazků, které jsou spojeny se zvyšujícím se počtem zakázek v uplynulých letech.

Tab. 3.10 Horizontální rozbor rozvahy – pasiva (meziroční změny)

	% změna					
	2001/2002	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007
PASIVA CELKEM	1,79%	-0,49%	34,02%	44,19%	11,16%	15,31%
Vlastní kapitál	25,26%	1,81%	18,10%	43,62%	-7,78%	43,22%
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	71,04%	5,87%	16,53%	18,98%	30,09%	-3,06%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-36,34%	-13,10%	27,43%	149,72%	-82,73%	740,15%
Cizí zdroje	-15,78%	-1,54%	54,22%	44,96%	29,33%	-3,71%
Rezervy	-21,05%	-11,86%	-21,25%	-46,92%	139,23%	-20,00%
Dlouhodobé závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé závazky	-9,77%	9,18%	48,21%	66,99%	-15,35%	35,81%
Bankovní úvěry a výpomoci				86,08%	84,69%	-32,31%
Časové rozlišení	-71,43%	4,17%	16,00%	-6,90%	-3,70%	-7,69%

Kompletní horizontální rozbor rozvahy je umístěn v přílohách č. 4 a 5.

Výkaz zisku a ztráty

Pomocí horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty je prováděn rozbor meziročních změn jednotlivých složek výnosů a nákladů. Jak je možné vyčíst z tabulky 3.11, docházelo během sledovaných let k pravidelnému zvyšování výkonů, kdy k největšímu nárůstu tržeb došlo v roce 2004 a 2005 o 24,35 % a 29,12 % vlivem zvyšování počtu zakázek. Nárůst výkonů je však kopírován zvyšováním nákladů, které ovlivňuje spotřeba materiálu a služeb. Zároveň se v nákladech promítají zvýšené nároky na mzdové náklady.

Vývoj výsledku hospodaření ve sledovaném období nebyl tak jednoznačný. V letech 2002 a 2003 docházelo k postupnému snižování disponibilního výsledku hospodaření. Tento jev se opět projevil v roce 2006, kdy došlo k výraznému poklesu zisku o 2,9 mil. Kč, což bylo způsobeno především vyššími náklady oproti nedostatečnému zvýšení tržeb. Razantní nárůst nákladů byl rovněž ovlivněn vyššími odpisy dlouhodobého majetku, než bylo v minulých letech normální.

Vývoj v roce 2007 byl v porovnání s předcházejícím opačný. Došlo ke zvýšení zisku na 5 853 tis. Kč zásluhou vyšších tržeb oproti roku 2006 o 11 794 tis. Kč.

Tab. 3.11 Horizontální rozbor výkazu zisku a ztráty (meziroční změny)

	% změna					
	2001 / 2002	2002 / 2003	2003 / 2004	2004 / 2005	2005 / 2006	2006 / 2007
Výkony	-3,11%	6,07%	24,35%	29,12%	15,70%	21,18%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-3,90%	8,05%	23,65%	30,10%	14,75%	21,48%
Výkonová spotřeba	-7,87%	8,00%	30,62%	26,83%	26,84%	18,61%
Přidaná hodnota	2,62%	3,98%	17,30%	31,97%	2,31%	25,01%
Osobní náklady součet	3,55%	6,84%	11,93%	17,68%	-2,76%	17,12%
Daně a poplatky	66,67%	-20,00%	116,67%	-11,54%	-8,70%	9,52%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	8,44%	14,22%	33,94%	45,79%	105,17%	-13,02%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	220,59%	-84,40%	464,71%	103,13%	-80,51%	76,32%
Provozní výsledek hospodaření	-26,61%	-16,84%	35,40%	157,05%	-62,25%	309,49%
Finanční výsledek hospodaření	81,48%	-50,00%	238,78%	22,29%	149,75%	13,61%
Daň z příjmů za běžnou činnost	71,19%	-21,78%	22,15%	320,73%	-35,96%	148,27%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-36,34%	-13,10%	27,43%	149,72%	-82,73%	740,15%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-29,67%	-14,41%	26,70%	172,45%	-73,13%	450,61%

Podrobný horizontální rozbor výkazu zisku a ztráty včetně absolutních změn je přiložen k nahlédnutí v příloze č. 6.

3.3.2 Vertikální analýza

Vertikální analýzou jsou sledovány změny ve struktuře majetku a zdrojů krytí sledovaného podniku. Rozbor struktury bilančních položek a jednotlivých složek nákladů a výnosů je sledován v letech 2001 až 2007.

Rozvaha

Na základě vertikální analýzy rozvahy je proveden procentní rozbor, kterým je sledován podíl rozvahových položek na celkových aktivech či pasivech. Kompletní rozbor struktury aktiv a pasiv je uveden v příloze č. 7.

Z této analýzy vyplývá, že největší podíl na celkových aktivech zaujímají oběžná aktiva, resp. jejich část ve formě krátkodobých pohledávek, která zaujímá přes 50 % veškerého majetku společnosti. Podíl stálých aktiv se ve sledovaných letech pohyboval okolo 20 %. Podíl zásob se v letech 2001 až 2007 postupně snižoval, až jejich množství zaujímalo v roce 2007 4,15 % veškerého majetku. Třetí nejpodstatnější částí majetku jsou peněžní prostředky, které v majetkové struktuře zaujímaly v roce 2007 25 %.

Tab. 3.12 Vertikální rozbor rozvahy - aktiva

	% podíl						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)	9,47%	20,04%	16,16%	22,02%	9,60%	26,97%	15,52%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	1,49%	1,05%	0,45%	0,08%	0,00%	0,25%
Dlouhodobý hmotný majetek	9,47%	18,55%	15,12%	21,35%	9,52%	26,97%	15,27%
Oběžná aktiva	89,58%	77,29%	77,75%	75,72%	86,25%	69,17%	82,74%
Zásoby	9,31%	10,29%	11,83%	7,30%	4,64%	4,45%	4,15%
Dlouhodobé pohledávky	0,04%	0,05%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	63,68%	50,72%	52,67%	62,93%	72,62%	50,64%	53,58%
Krátkodobý finanční majetek	16,55%	16,23%	13,25%	5,48%	8,99%	14,08%	25,00%
Časové rozlišení	0,95%	2,67%	6,09%	2,26%	4,15%	3,86%	1,74%

Ze struktury zdrojů krytí společnosti je možné vyčíst, že zadluženost podniku se pohybuje okolo 50 %, kdy v roce 2007 představovaly cizí zdroje 49,56 % pasiv. Jejich nejpodstatnější část v roce 2001 představovaly rezervy, jejichž podíl se postupně snižoval. Velmi významnou část cizího kapitálu představují krátkodobé závazky z obchodních vztahů,

kteře se pohybovaly mezi 20 až 30 %. V roce 2004 se ve struktuře cizích zdrojů začínají objevovat dlouhodobé bankovní úvěry, které jsou rovněž podstatnou částí cizího kapitálu.

Tab. 3.13 Vertikální rozbor rozvahy - pasiva

	% podíl						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	44,21%	54,41%	55,66%	49,05%	48,86%	40,53%	50,35%
Základní kapitál	1,21%	1,19%	1,20%	0,89%	0,62%	0,56%	0,48%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	24,95%	41,93%	44,61%	38,79%	32,00%	37,45%	31,49%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	18,05%	11,29%	9,86%	9,37%	16,23%	2,52%	18,38%
Cizí zdroje	53,86%	44,56%	44,09%	50,73%	51,00%	59,35%	49,56%
Rezervy	29,04%	22,53%	19,95%	11,72%	4,32%	9,29%	6,44%
Dlouhodobé závazky	0,40%	0,40%	0,40%	0,30%	0,21%	0,19%	0,16%
Krátkodobé závazky	24,41%	21,63%	23,74%	26,25%	30,40%	23,15%	27,27%
Bankovní úvěry a výpomoci	0,00%	0,00%	0,00%	12,46%	16,08%	26,72%	15,69%
Časové rozlišení	0,85%	0,24%	0,25%	0,22%	0,14%	0,12%	0,10%

Výkaz zisku a ztráty

Rozborem struktury nákladů je pohled zaměřen především na nákladovost, která představuje procentní podíl výkonové spotřeby na celkových výkonech. Výkonová spotřeba zaujímá ve struktuře nákladů průměrně 55 %, jejíž větší částí je spotřeba materiálu a energie. Další složkou nákladů společnosti jsou mzdové náklady, které zaujímají poměrně velkou část nákladů, kdy se v letech 2001 až 2007 pohybovaly mezi 20 až 30 %. Tato složka představuje výraznou část přidané hodnoty. Podrobnější údaje o struktuře nákladů jsou uvedeny v příloze č. 8.

Tab. 3.14 Vertikální rozbor výkazu zisku a ztráty

	% podíl						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Výkony	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	98,52%	97,71%	99,54%	98,99%	99,74%	98,92%	99,17%
Výkonová spotřeba	54,65%	51,96%	52,91%	55,58%	54,59%	59,85%	58,58%
Přidaná hodnota	45,35%	48,04%	47,09%	44,42%	45,41%	40,15%	41,42%
Daně a poplatky	0,03%	0,05%	0,04%	0,07%	0,05%	0,04%	0,03%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2,11%	2,36%	2,55%	2,74%	3,10%	5,49%	3,94%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,12%	0,39%	0,06%	0,26%	0,41%	0,07%	0,10%
Provozní výsledek hospodaření	6,71%	5,08%	3,99%	4,34%	8,64%	2,82%	9,53%
Finanční výsledek hospodaření	-0,19%	-0,35%	-0,16%	-0,45%	-0,42%	-0,91%	-0,85%
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,40%	0,71%	0,53%	0,52%	1,69%	0,93%	1,91%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	6,12%	4,02%	3,30%	3,38%	6,53%	0,98%	6,76%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	6,53%	4,74%	3,82%	3,90%	8,22%	1,91%	8,67%

3.3.3 Zhodnocení finanční pozice - poměrové ukazatele

Prozkoumání finančního zdraví podniku napomáhá odhalit kladné stránky finančního hospodaření podniku, ale také případnou finanční tíseň, ve které by se mohl podnik ocitnout. Mohla by tak být výrazně ohrožena jeho schopnost hradit své závazky, která by ohrožovala existenci samotné společnosti.

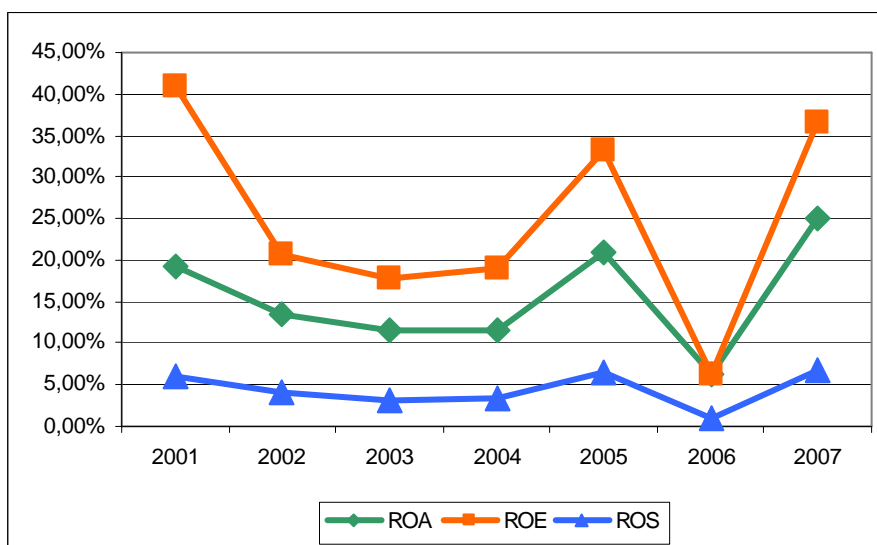
Ukazatele rentability

Využitými ukazateli ke stanovení výkonnosti podniku jsou rentabilita aktiv, vlastního kapitálu a tržeb. Výsledné hodnoty těchto ukazatelů jsou obsaženy v tabulce 3.15, ze které je možné vyčíst, že rentabilita aktiv je velmi vysoká. S výjimkou roku 2006 přesahuje rentabilita hodnotu 10 %. Tento pokles na 6,15 % byl způsoben především snížením provozního zisku, na který měl vliv vysoký nárůst odpisů ve zmiňovaném roce. Stejný pokles byl samozřejmě zaznamenán i u rentability vlastního kapitálu na 6,22 % a u rentability tržeb na 0,97 %. Tento výkyv byl v následujícím roce kompenzován vysokou rentabilitou aktiv ve výši 25 %.

Tab. 3.15 Ukazatele rentability

Ukazatel	Vzorec	Rok						
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ROA	2.4	19,24%	13,48%	11,43%	11,46%	20,96%	6,15%	25,00%
ROE	2.5	40,82%	20,75%	17,71%	19,11%	33,22%	6,22%	36,50%
ROS	2.6	6,12%	4,00%	3,23%	3,36%	6,47%	0,97%	6,74%

Graf 3.4 Ukazatele rentability



Ukazatele aktivity

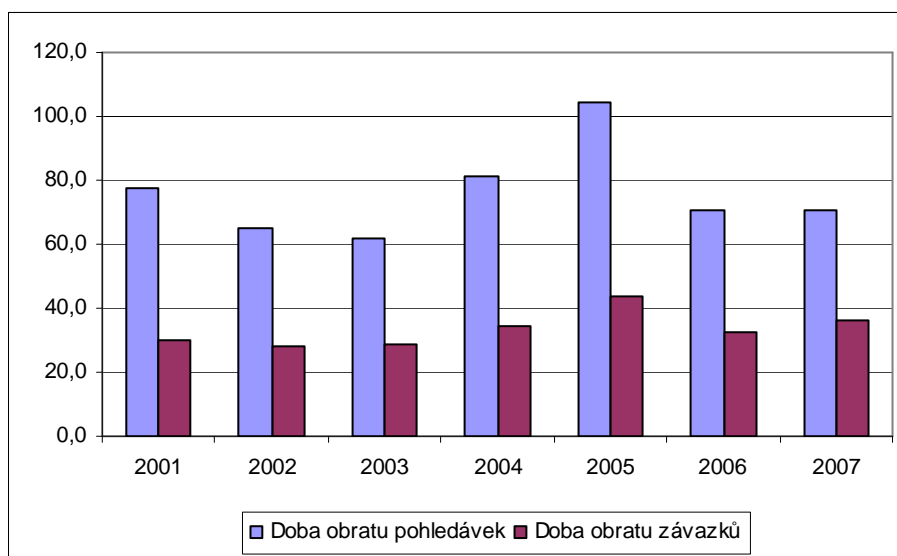
Kapitál je v podniku vázán v mnoha různých formách. Aby nedocházelo k neefektivní alokaci zdrojů, je třeba důkladně sledovat oblast aktivity. Použitými ukazateli jsou obrat aktiv, doba obratu zásob, pohledávek a závazků. Ukazatel doby obratu vyjadřuje, jaká doba je třeba k přeměně majetku v tržby.

Tab. 3.16 Ukazatele aktivity

Ukazatel	Vzorec	MJ	Rok						
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Obrat aktiv	2.7	počet obrátů/rok	2,95	2,82	3,05	2,79	2,51	2,59	2,73
Doba obratu zásob	2.8	dny	11,4	13,1	14,0	9,4	6,7	6,2	5,5
Doba obratu pohledávek	2.9	dny	77,7	64,8	62,1	81,2	104,2	70,3	70,7
Doba obratu závazků	2.10	dny	30,3	28,1	28,5	34,2	43,9	32,4	36,2
Pravidlo solventnosti	2.11	ANO/NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE

V letech 2001 až 2007 byla průměrná doba obratu zásob postupně snížena z 11,4 dní na 5,5 dní, což z hlediska efektivnosti alokace zdrojů znamená pozitivní posun. Doba obratu závazků a pohledávek je znázorněna grafem 3.5. Doba obratu závazků se po sledovanou dobu stabilně pohybovala mezi 28 až 44 dny. Oproti tomu volatilita doby obratu pohledávek byla vyšší a také ve všech letech přesáhla dobu obratu závazků, což způsobilo, že nebylo naplněno pravidlo solventnosti.

Graf 3.5 Ukazatele aktivity



Ukazatele likvidity

Schopnost splácení závazků byla analyzována pomocí ukazatele celkové, pohotové a okamžité likvidity. Čistý pracovní kapitál byl využit k absolutnímu vyjádření přebytku pohotových peněžních prostředků nad krátkodobými závazky.

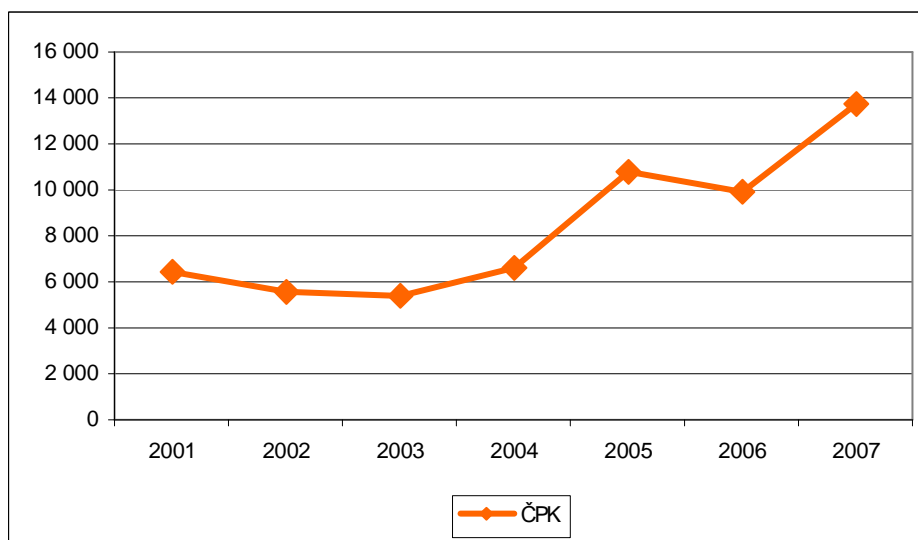
Tab. 3.17 Ukazatele likvidity

Ukazatel	Vzorec	Doporučené hodnoty	MJ	Rok						
				2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CL	2.12	(1,5 - 2,5)	x	3,67	3,57	3,28	2,88	2,84	2,99	3,03
PL	2.13	(1,1 - 1,5)	x	3,29	3,10	2,78	2,61	2,68	2,80	2,88
OL	2.14	(0,2)	x	0,68	0,75	0,56	0,21	0,30	0,61	0,92
ČPK	2.15	x	tis. Kč	6 449	5 606	5 414	6 645	10 818	9 908	13 771

Tabulka 3.17 obsahuje výsledné hodnoty likvidity v letech 2001 až 2007 včetně doporučených hodnot. Z tabulky vyplývá, že celková likvidita byla splněna ve všech letech.

Tyto hodnoty dokonce přesahují doporučené hodnoty. Stejně výsledky platí i pro likviditu pohotovou a okamžitou. Likvidita podniku je stabilní ve všech letech, proto nehrozí žádná platební neschopnost. V grafu 3.6 je znázorněn přebytek čistého pracovního kapitálu jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků, jehož trend je ve sledovaném období rostoucí.

Graf 3.6 Vývoj čistého pracovního kapitálu



Ukazatele finanční stability a zadluženosti

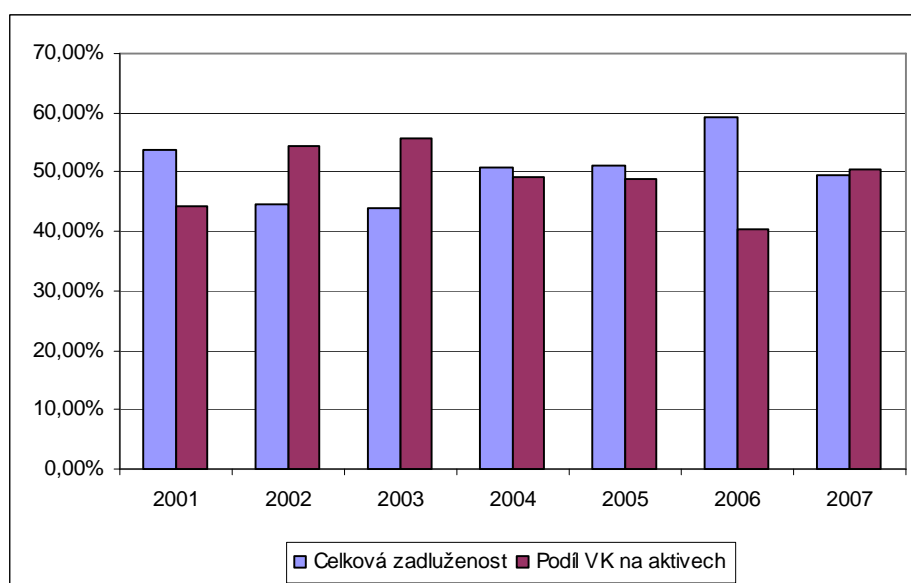
Analýzou zadluženosti byl sledován poměr vlastního a cizího kapitálu. Pro potřebu tohoto rozboru byly použity ukazatele celkové zadluženosti, zadluženosti vlastního kapitálu a podíl vlastního kapitálu na aktivech.

Tab. 3.18 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Ukazatel	Vzorec	Rok						
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Celková zadluženost	2.16	53,86%	44,56%	44,09%	50,73%	51,00%	59,35%	49,56%
Zadluženost VK	2.17	121,81%	81,90%	79,21%	103,43%	104,40%	146,41%	98,43%
Podíl VK na aktivech	2.18	44,21%	54,41%	55,66%	49,05%	48,86%	40,53%	50,35%

Analýzou celkové zadluženosti bylo zjištěno, že podnik fluktuuje na padesátiprocentní hranici zadlužení. Tento jev odhalil, že v letech 2001 až 2007 se aktiva i cizí zdroje vyvíjely poměrně rovnoměrně. Zadluženost vlastního kapitálu ve většině let přesahovala hranici 100 %, což pro podnik se stabilními příjmy je přípustné. Vývoj celkové zadluženosti a podílu vlastního kapitálu na aktivech je zobrazen v grafu 3.7.

Graf 3.7 Ukazatele finanční stability a zadluženosti



Shrnutí poznatků finanční analýzy

Pro účely ocenění společnosti CNC, s. r. o. byla provedena finanční analýza, aby byly zjištěny silné stránky společnosti, jejich možné nedostatky v hospodaření a popřípadě ohrožení výkonnosti a finanční stability podniku. Z poznatků, které byly odhaleny finanční analýzou lze říci, že společnost v letech 2001 až 2007 vykazovala vysokých hodnot v oblasti výkonnosti. Výnosnost aktiv, vlastního kapitálu i tržeb byla v porovnání s odvětvovým vysoce nadprůměrná, což o společnosti vypovídá, že dokáže velmi efektivně zhodnotit kapitál. Pro účely ocenění je vysoká rentabilita známkou velmi pozitivní a ovlivňuje tak i plán budoucích zisků.

Dále byla analyzována oblast aktivity, ze které vzešlo, že společnost vykazuje poměrně vysoký obrat aktiv. Snižováním doby obratu zásob se společnost vyznačuje zlepšením v oblasti alokace zdrojů, avšak posouzením pravidla solventnosti bylo poznamenáno, že společnost váže příliš mnoho prostředků v oblasti krátkodobých pohledávek, které se pomaleji přeměňují v disponibilní peněžní prostředky.

Analýzou likvidity bylo zjištěno, že ve společnosti nedocházelo k ohrožení platební schopnosti. Rovněž tento poznatek je pro účel ocenění pozitivní, jelikož platební schopnost je zaručuje, že předpoklad nekonečného trvání společnosti nebude ohrožen.

3.4 Finanční plány společnosti

Dlouhodobý finanční plán slouží k predikci vývoje finančních toků, které jsou potřebné pro jednotlivé výnosové metody oceňování, které budou nezbytné ke splnění cíle stanoveného v diplomové práci.

Růstové generátory

Nastupující finanční krize, která se v České republice začala projevovat v druhé polovině roku 2008, měla významný vliv na ekonomický a hospodářský vývoj, kdy způsobila roční pokles růstu reálného produktu na 3,1 %. Jelikož odvětví zpracovatelského průmyslu v oblasti kovoobrábění a zámečnictví je procyklicky závislé na vývoji hrubého domácího produktu, předpokládá se pokles podnikatelského výkonu v roce 2008 o 25 %. Na základě analytických předpovědí zveřejněných ve „Zprávě o finanční stabilitě“⁷ ČNB předpovídá, že projevy ekonomické krize v ČR jsou teprve v počátcích. ČNB dále spekuluje na pokles HDP s více scénáři, v nichž je odhadován propad reálného produktu ekonomiky pro rok 2009 v průměru o 2,4 %. S budoucím výhledem je očekáván v roce 2009 pokles výkonů o 40 %. V roce 2010 by mohlo dojít ke stabilizaci hospodářské krize a k mírnému oživení v průměru o 1,4 %. Počínaje rokem 2011 je očekáván slabší nárůst tržeb z důvodu mírného hospodářského oživení. Plánování dlouhodobého růstu tržeb pro druhou fázi ocenění je poněkud obtížnější. Proto je plánován pouze mírný 3% růst tržeb.

Průměr provozního ziskového rozpětí v minulých letech byl ve výši 5,87 %. Na základě historických dat a s přihlédnutím k hospodářské recesi existuje pravděpodobnost, že podnik bude nucen snížit ziskovost provozních nákladů, aby si udržel konkurenceschopnost v období krize. V roce 2008 se očekává snížení ziskového rozpětí na 4 % a v roce 2009 a 2010 na 2%. V roce 2011 a 2012 by se provozní ziskové rozpětí mělo opět vrátit na původní hodnotu 6 %.

Výkonová spotřeba podniku je určena pomocí nákladovosti variabilních nákladů, která je stanovena na základě procentního podílu z tržeb ve výši 55 %.

⁷ http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/FS_2008-2009.pdf

Tab. 3.19 Růstové generátory

Růstové generátory	2008	2009	2010	2011	2012
Růst tržeb	-25,00%	-40,00%	3,00%	5,00%	3,00%
Provozní ziskové rozpětí	4,00%	2,00%	2,00%	6,00%	6,00%
Nákladovost variabilních nákladů	55,00%	55,00%	55,00%	55,00%	55,00%

Disponibilní výsledek hospodaření se odvíjí od výše sazby daně z příjmu právnických osob, která se v uplynulých letech výrazně snižovala. Předpoklad budoucího vývoje sazby daně lze vyčíst z tabulky 3.20.

Tab. 3.20 Výhled změn u sazby daně z příjmu právnických osob

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sazba daně z příjmů	24%	21%	20%	19%	19%	19%

Zdroj: Zákon č. 586/1992 Sb., o dani z příjmů, §21

Dlouhodobý plán zisku

Pro dlouhodobé plánování zisku je nejpodstatnější znalost růstu tržeb a zisková marže. Podstatné růstové generátory hodnot již byly charakterizovány v předchozí kapitole. V tabulce 3.21 je již sestaven zkrácený dlouhodobý plán výkazu zisku a ztráty, jehož kompletní podobu je možné nalézt v příloze č. 11 této práce.

Na základě budoucích odhadů vývoje hospodářských vlivů byly tržby odhadnuty jako klesající v roce 2008 na hodnotu 50 609 tis. Kč a v roce 2009 na 30 365 tis. Kč. Rok 2010 je charakteristický mírným 3% růstem tržeb, jelikož na základě růstových generátorů a možného vývoje ekonomiky by mohlo dojít ke stabilizaci ekonomiky a k jejímu mírnému oživení. V roce 2011 a 2012 je plánován rovněž mírný nárůst tržeb spojených s oživením ekonomiky. Dlouhodobější úvahy vzdálenější od horizontu ocenění jsou vzhledem k problematice dlouhodobého plánování opatrnější. Výkonová spotřeba je určena na základě stanovené hodnoty nákladovosti, přičemž v důsledku snižování výkonů dochází i k poklesu variabilních nákladů. Za předpokladu snižování zakázek v budoucích letech existence podniku musí podnik rovněž předvídat snížení nákladů ve mzdové oblasti a není vyloučeno i menší snižování počtu zaměstnanců popřípadě redukce osobního ohodnocení jednotlivých pracovníků. Na základě snížení obrátu je předpokládán i pokles zisku za účetní období.

Tab. 3.21 Dlouhodobý plán výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)

	Výchozí rok	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Výkony	67 478	50 609	30 365	31 276	32 840	33 825
Výkonová spotřeba	39 529	28 060	16 836	17 341	18 208	18 754
Spotřeba materiálu a energie	31 550	22 396	13 437	13 841	14 533	14 969
Služby	7 979	5 664	3 398	3 500	3 675	3 786
Přidaná hodnota	27 949	22 549	13 529	13 935	14 632	15 071
Osobní náklady součet	19 214	15 502	9 301	9 580	10 059	10 361
Mzdové náklady	13 879	11 197	6 718	6 920	7 266	7 484
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2 659	1 619	972	1 001	2 251	2 282
Provozní výsledek hospodaření	6 429	5 088	3 053	3 145	2 102	2 201
Finanční výsledek hospodaření	-576	-435	-310	-225	-466	-453
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 291	977	549	555	311	332
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	4 562	3 676	2 195	2 365	1 325	1 415
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	5 853	4 653	2 743	2 919	1 636	1 747

Dlouhodobý plán peněžních toků

S předpokládaným vývojem peněžních toků společnosti je možné sledovat, že se finanční prostředky ve společnosti budou kumulovat na běžných účtech v bankách, jelikož společnost chce s výhledem na hospodářské oslabení zajistit vyšší bonitu, aby v inkriminovaných letech nedošlo k ohrožení platební schopnosti a byla tak pokryta větší část závazků a úvěrů podniku. V roce 2011 jsou předpokládány zvýšené investiční výdaje na obnovu a rozšíření provozních zařízení s ohledem na modernizaci stávající technologie.

Tab. 3.22 Dlouhodobý plán výkazu cash flow (v tis. Kč)

	Výchozí rok	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	3 031	6 206	9 810	13 422	15 317	11 402
Účetní zisk nebo ztráta z BČ před zdaněním	5 853	4 653	2 743	2 919	1 636	1 747
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	8 415	6 604	3 963	4 081	4 286	4 414
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	8 167	10 201	8 022	5 774	5 645	6 292
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	6 534	8 947	7 258	5 092	4 970	5 612
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-709	-80	12	12	-6 487	363
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-2 650	-5 263	-3 658	-3 209	-2 397	-5 925
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	3 175	3 604	3 612	1 895	-3 914	50
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	6 206	9 810	13 422	15 317	11 402	11 453

Dlouhodobý plán rozvahy

S ohledem na plánování peněžních toků a zvýšením investičních výdajů v roce 2011 by mělo dojít ke zvýšení stavu dlouhodobého hmotného majetku. Zároveň dojde ke snížení krátkodobého finančního majetku, jelikož plánovaná dlouhodobá investice by měla být financována z části vlastními zdroji.

Tab. 3.23 Dlouhodobý plán rozvahy – aktiva (v tis. Kč)

	Výchozí rok	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	24 826	26 302	26 695	27 850	32 567	33 240
Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)	3 854	4 625	3 700	2 960	9 756	10 049
Dlouhodobý nehmotný majetek	63	76	60	48	53	55
Dlouhodobý hmotný majetek	3 791	4 549	3 639	2 911	9 703	9 994
Oběžná aktiva	20 540	21 277	22 596	24 490	22 411	22 792
Zásoby	1 031	825	660	660	792	816
Krátkodobé pohledávky	13 303	10 642	8 514	8 514	10 217	10 523
Krátkodobý finanční majetek	6 206	9 810	13 422	15 317	11 402	11 453

Plánovaná investice by v roce 2011 měla být z části financována dlouhodobým bankovním úvěrem, jehož stav by se měl jednorázově zvýšit o 4 mil. Kč.

Tab. 3.24 Dlouhodobý plán rozvahy – pasiva (v tis. Kč)

	Výchozí rok	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PASIVA CELKEM	24 826	26 302	26 695	27 850	32 567	33 240
Vlastní kapitál	12 499	14 806	16 343	17 998	18 925	19 916
Základní kapitál	120	120	120	120	120	120
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	7 817	11 010	14 028	15 513	17 480	18 381
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	4 562	3 676	2 195	2 365	1 325	1 415
Cizí zdroje	12 303	11 471	10 327	9 827	13 617	13 299
Rezervy	1 600	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Dlouhodobé závazky	40	40	40	40	40	40
Krátkodobé závazky	6 769	6 431	5 787	5 787	6 077	6 259
Bankovní úvěry a výpomoci	3 894	3 000	2 500	2 000	5 500	5 000

Kompletní dlouhodobý finanční plán rozvahy je obsažen v příloze č. 13.

4 OCENĚNÍ PODNIKU VYBRANÝMI METODAMI A JEJICH KOMPARACE

V úvodu této práce byl charakterizován cíl, kterým je ocenění podniku fiktivně nazvaného CNC, který se zabývá zpracováním a kovoobráběním kovových polotovarů. Aby bylo možné naplnit primární cíl, byly vybrány konkrétní výnosové metody ocenění, které budou v této kapitole aplikovány. Použity byly metody diskontních peněžních toků entity a equity a dále paušální a analytické metody kapitalizace výnosů. Jednotlivé výsledné hodnoty podniku jsou dále mezi sebou porovnávány. Hodnota podniku byla zjišťována k momentu ocenění dne 1. 1. 2008.

4.1 Aplikace metod diskontních peněžních toků

Pro účely výpočtu hodnoty podniku jsou použity metody dvoufázového ocenění. Pro první fázi byl stanoven časový horizont čtyř let od roku 2008 do roku 2011. Druhá fáze počínaje rokem 2012 a je předpokládá se v ní do budoucna nekonečné trvání firmy. Metodou DCF entity bude nejprve zjištěna hodnota podniku jako celku včetně cizího kapitálu. Dále metodou DCF equity bude provedeno ocenění pouze vlastního kapitálu.

4.1.1 Náklady kapitálu

Metody výnosového ocenění jsou založeny na diskontování budoucích upravených výnosů. Výsledná hodnota ocenění vybranou metodou je současnou hodnotou budoucích finančních toků, kdy pro účel jejich diskontování je použita míra nákladů kapitálu. Podrobné informace pro výpočet nákladů kapitálu jsou uvedeny v příloze č. 14.

Výpočet průměrných nákladů kapitálu je proveden pomocí stavebnicového modelu, který rovněž pro analýzu jednotlivých odvětví používá Ministerstvo průmyslu a obchodu. Nejprve jsou stanoveny náklady na celkový kapitál jako nezádlužené firmy.

Tab. 4.1 Výpočet průměrných nákladů kapitálu nezádlužené firmy

Náklady kapitálu	Vzorec	1. fáze				2. fáze
		2008	2009	2010	2011	2012
Bezriziková sazba	x	3,99%	3,20%	3,53%	3,64%	4,78%
Rizikové přírážky						
- za velikost podniku	2.41	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
- za podnikatelské riziko	2.42	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
- za finanční stabilitu	2.45	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
WACC _U	2.38	8,99%	8,20%	8,53%	8,64%	9,78%

Průměrné náklady kapitálu stavebnicovou metodou se skládají z bezrizikové sazby a z rizikových přírážek za velikost podniku, za podnikatelské riziko a finanční stabilitu. Za bezrizikovou sazbu je považován výnos, kterého je dosaženo s minimálním rizikem, ve většině případů je za tento výnos považován ze státních desetiletých dluhopisů. V tabulce 4.1 je predikována bezriziková sazba pro rok 2008 až 2012 a dále bezrizikové přírážky, které byly sestaveny podle metodiky stavebnicového modelu. Podrobnosti o výpočtu průměrných nákladů kapitálu jsou uvedeny v příloze č. 14.

Náklady kapitálu nezadluženého podniku jsou pomocí vztahu 2.39 přepočteny na průměrné náklady kapitálu zadlužené firmy, které jsou využity k diskontování volných peněžních toků metody DCF entity.

Tab. 4.2 Průměrné náklady kapitálu zadlužené firmy

Náklady kapitálu	Vzorec	1. fáze				2. fáze
		2008	2009	2010	2011	2012
WACC _L	2.39	8,77%	8,05%	8,41%	8,36%	9,50%

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu byla rovněž použita metoda stavebnicového modelu. Na základě těchto nákladů kapitálu je provedeno ocenění podniku metodou DCF equity.

Tab. 4.3 Náklady vlastního kapitálu

	Vzorec	1. fáze				2. fáze
		2008	2009	2010	2011	2012
Náklady na vlastní kapitál	2.40	8,93%	8,00%	8,45%	8,87%	10,30%

4.1.2 DCF entity

Sestavením dlouhodobých finančních plánů a pomocí úprav čistého zisku byly zjištěny volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele ve výši 3 817 tis. Kč pro rok 2008. V dalších letech jsou peněžní toky plánovány ve výši 2 442 tis. Kč, 2 449 tis. Kč a -316 tis. Kč. Peněžní toky pro druhou fázi jsou plánovány ve výši 3 671 tis. Kč. Pomocí průměrných nákladů kapitálu a diskontního faktoru jsou hodnoty těchto toků přepočteny k momentu ocenění.

Tab. 4.4 Stanovení volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele (v tis. Kč)

	Vzorec	1. fáze				2. fáze
		2008	2009	2010	2011	2012
EAT	x	3 676	2 195	2 365	1 325	1 415
ODP	x	1 619	972	1 001	2 251	2 282
ΔČPK	x	1 076	1 962	1 895	-2 369	198
INV	x	771	-925	-740	6 796	293
U·(1-t)	x	368	312	238	536	464
FCFF (free cash flow to the firm)	2.36	3 817	2 442	2 449	-316	3 671
diskontní faktor pro 1. fázi	x	0,9193	0,8509	0,7848	0,7243	
diskontní faktor pro 2 fázi	x					7,6235
FCFF diskontované	x	3 509	2 078	1 922	-229	27 986

Hodnota podniku vybranou metodou DCF entity

Konečná tržní hodnota společnosti je dána součtem hodnot podniku první a druhé fáze, ve kterých byla vykazována ve výši 7 279 tis. Kč a 27 986 tis. Kč. Hodnota podniku metodou entity k 1. 1. 2008 činí 35 265 tis. Kč.

Tab. 4.5 Hodnota podniku – metoda DCF entity (v tis. Kč)

	Vzorec	
Hodnota 1. fáze	2.27	7 279
PH	2.29	38 640
Hodnota 2. fáze	2.28	27 986
Hodnota firmy	2.26	35 265

4.1.3 DCF equity

Oceňování podniku pomocí metody equity se odlišuje v jiném chápání volných peněžních toků, které plynou pouze pro vlastníky. Hodnoty těchto toků jsou uvedeny v tabulce 4.6 a činí 2 555 tis. Kč, 1 630 tis. Kč, 1 711 tis. Kč a 2 648 tis. Kč. Hodnota volných peněžních toků pro druhou fázi činí 2 707 tis. Kč. K diskontování peněžních toků k momentu ocenění jsou použity náklady na vlastní kapitál.

Tab. 4.6 Stanovení volných peněžních toků pro vlastníky (v tis. Kč)

	Vzorec	1. fáze				2. fáze
		2008	2009	2010	2011	2012
EAT	x	3 676	2 195	2 365	1 325	1 415
ODP	x	1 619	972	1 001	2 251	2 282
ΔČPK	x	1 076	1 962	1 895	-2 369	198
INV	x	771	-925	-740	6 796	293
S - saldo čerpání a splácení dluhu	x	-894	-500	-500	3 500	-500
FCFE (free cash flow to the equity)	2.33	2 555	1 630	1 711	2 648	2 707
diskontní faktor pro 1. fázi	x	0,9180	0,8500	0,7838	0,7199	
diskontní faktor pro 2 fázi	x					6,9899
FCFE diskontované	x	2 346	1 385	1 341	1 907	18 921

Hodnota podniku vybranou metodou DCF equity

Hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku byla zjištěna ve výši 25 900 tis. Kč součtem hodnoty 6 970 tis. Kč jako první fáze a 18 921 tis. Kč, což představuje hodnotu podniku za druhou fázi.

Tab. 4.7 Hodnota podniku – metoda DCF equity (v tis. Kč)

	Vzorec	
Hodnota 1. fáze	2.27	6 978
PH	2.29	26 282
Hodnota 2. fáze	2.28	18 921
Hodnota vlastního kapitálu	2.26	25 900

4.2 Aplikace metody kapitalizovaných zisků

Metodou kapitalizovaných zisků je zjišťována hodnota podniku, resp. vlastního kapitálu. Metody kapitalizace jsou klasifikovány do dvou metod. První použitou metodou je metoda paušální. Následuje ocenění podniku pomocí metody analytické.

Paušální metoda

Ocenění pomocí paušální metody vyplývá ze znalosti historických účetních dat, které jsou pro výsledný efekt ocenění určující. Pro konkrétní ocenění byly použity účetní údaje společnosti za období 2001 až 2007. Metoda kapitalizace zisků je založena na úpravě výsledků hospodaření před zdaněním o položky zvyšující a snižující výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Úpravou o tyto položky je určen upravený výsledek hospodaření před odpisy. Dále je nezbytné upravený výsledek hospodaření očistit o inflaci pomocí

cenových indexů. Po této úpravě jsou jednotlivých obdobím přiřazeny váhy důležitosti v závislosti na vzdálenosti od časového horizontu ocenění a na základě vztahu 2.48 je pomocí váženého aritmetického průměru zjištěna hodnota trvale udržitelného zisku ve výši 4 857 tis. Kč který prochází úpravou pomocí dalších finančních operací a je určen trvale udržitelný zisk po dani v hodnotě 3 691 tis. Kč.

Tab. 4.8 Úprava výsledků hospodaření (v tis. Kč)

	Rok						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
VH před zdaněním	1 904	1 339	1 146	1 452	3 956	1 063	5 853
+ Odpisy	616	668	763	1 022	1 490	3 057	2 659
- Finanční výnosy	69	24	14	21	8	45	39
- Tržby z prodeje DM	34	109	0	0	150	0	0
+ ZC prodaného DM	1	4	0	0	1	0	0
+ Mimořádné osobní náklady - restrukturalizace	0	0	0	0	0	0	0
- Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	0
+ Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0	0
UVH před odpisy	2 418	1 878	1 895	2 453	5 289	4 075	8 473
Inflace	4,70%	1,80%	0,10%	2,80%	1,90%	2,50%	2,80%
Cenový index řetězový	1,047	1,018	1,001	1,028	1,019	1,025	1,028
Cenový index bazický (k roku 2007)	0,8891	0,9051	0,9060	0,9313	0,9490	0,9728	1,0000
UVH (upravený o inflaci)	2 720	2 075	2 092	2 634	5 573	4 189	8 473
Váhy	1	2	3	4	5	6	7
UVH · váhy	2 720	4 150	6 275	10 535	27 865	25 135	59 311

Pro účely převedení trvale udržitelného zisku na současnou hodnotu vlastního kapitálu jsou využity náklady na tento kapitál pro rok 2007, jako diskontní sazba, přičemž výsledná hodnota vlastního kapitálu činí 37 162 tis. Kč.

Tab. 4.9 Hodnota firmy – paušální metoda (v tis. Kč)

	Vzorec	2007
Trvale udržitelný zisk před odpisy	x	4 857
Odpisy z reprodukčních cen	x	0
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	x	4 857
Daňová sazba	x	24%
Daň	x	1 166
Trvale udržitelný zisk po dani	2.48	3 691
Náklady vlastního kapitálu (v roce 2007)	x	9,93%
Provozní hodnota vlastního kapitálu	2.49	37 162
Ocenění neprovozních aktiv	x	0
Hodnota vlastního kapitálu	2.49	37 162

Analytická metoda

Ocenění podniku pomocí analytické metody je založeno na údajích, které jsou obsaženy v dlouhodobém finančním plánu. K sestavení analytické metody je nutná znalost budoucích výsledků hospodaření před zdaněním, které jsou upraveny o neprovozní výnosy a náklady. Dále je třeba upravený hospodářský výsledek zdanit pomocí příslušné sazby daně, jak udává zákon o daních z příjmů. V této metodě se nadále pracuje s tzv. udržitelným ziskem, který obdobně jako u metody diskontovaných peněžních toků, musí být převeden na současnou hodnotu pomocí diskontní míry založené na nákladech vlastního kapitálu, jelikož výsledkem ocenění touto metodou je tržní hodnota vlastního kapitálu.

Tab. 4.10 Tvorba trvale odnímatelných čistých výnosů (v tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2008	2009	2010	2011	2012
VH před zdaněním	4 653	2 743	2 919	1 636	1 747
- Výnosy z prodeje DM	20	12	12	13	13
+ ZC prodaného DM	0	0	0	0	0
- Výnosy z prodeje CP	0	0	0	0	0
+ Prodané CP	0	0	0	0	0
- Mimořádný VH	0	0	0	0	0
UVH před zdaněním	4 633	2 731	2 907	1 623	1 734
Sazba daně	21%	20%	19%	19%	19%
Daň	973	546	552	308	330
Udržitelný zisk	3 660	2 185	2 355	1 314	1 405
Náklady vlastního kapitálu	8,93%	8,00%	8,45%	8,87%	10,30%
Diskontní faktor pro 1. fázi	0,9180	0,8500	0,7838	0,7199	
Diskontní faktor pro 2. fázi					6,9899
Diskontovaný udržitelný zisk	3 360	1 857	1 845	946	9 819

Součet diskontovaných udržitelných zisků v první fázi udává hodnotu vlastního kapitálu za tuto fázi. Součtem dvou hodnot 8 009 tis. Kč a 9 819 tis. Kč je oceněn vlastní kapitál v hodnotě 17 828 tis. Kč.

Tab. 4.11 Hodnota firmy – analytická metoda (v tis. Kč)

	Vzorec	
Hodnota 1. fáze	x	8 009
Hodnota 2. fáze	x	9 819
Hodnota firmy	2.47	17 828

4.3 Komparace metod a výsledná interpretace

Ocenění podniku bylo provedeno pomocí vybraných výnosových metod DCF entity, kdy výsledek udává tržní hodnotu celkového kapitálu. Dále bylo využito metod DCF equity, metody kapitalizovaných zisků v podobě paušálního a analytického provedení, jejichž výsledek představuje tržní hodnotu vlastního kapitálu. Výsledné hodnoty jsou porovnávány mezi sebou a zároveň s účetní hodnotou celkového a vlastního kapitálu, tak jak jsou vykazovány v účetních výkazech k 31. 12. 2007.

Hodnota podniku k 1. 1. 2008 pomocí metody DCF entity je stanovena ve výši 35 265 tis. Kč. V porovnání s účetní hodnotou celkového kapitálu, který je ve výši 24 826 tis. Kč, představuje rozdíl 10 439 tis. Kč.

Metodou DCF equity bylo zjištěno výsledné ocenění v hodnotě 25 900 tis. Kč. Oproti účetně vykazované hodnotě vlastního kapitálu bylo zjištěna dvojnásobná tržní hodnota.

V případě využití kapitalizace zisků metodou paušální byla hodnota vlastního kapitálu vyčíslena na 37 162 tis. Kč a to z toho důvodu, že v minulých letech byly vykazovány vyšší účetní zisky, než které jsou předikovány v dlouhodobém finančním plánu. Protože budoucí plánované zisky s ohledem na ekonomickou krizi nedosahují výše zisků předcházejících let, je vypovídací schopnost metody paušální výrazně snížena, jelikož hodnota podniku takto zjištěna se zdá být nadhodnocena vzhledem k aktuálnímu hospodářskému vývoji.

Pomocí analytické metody byl vlastní kapitál oceněn ve výši 17 828 tis. Kč, což je hodnota nižší, než která je vykazována metodou DCF equity, jelikož volné peněžní toky ve druhé fázi ocenění byly dvojnásobně vyšší než trvale udržitelný zisk. Jelikož v dlouhodobých finančních plánech jsou předikovány nižší tržby v letech budoucích, dochází proto ke snížení tržní hodnoty podniku, než by tomu bylo v letech minulých.

Tab. 4.12 Srovnání jednotlivých použitých metod (v tis. Kč)

Hodnota podniku	metody DCF		Kapitalizace zisků		Účetní hodnota
	entity	equity	paušální	analytická	
Hodnota celkového kapitálu	35 265	x	x	x	24 826
Hodnota vlastního kapitálu	x	25 900	37 162	17 828	12 499

4.3.1 Analýza citlivosti změn základních vstupních parametrů

Za předpokladu budoucího vývoje poklesu HDP zveřejněného ve „Zprávě o finanční stabilitě Česká národní banka odhaduje, že Česká republika bude v letech 2009 a 2010 procházet recesí zapříčiněnou celosvětovou finanční krizí. Jelikož vývoj HDP je odhadován na více hladinách spolehlivosti, přičemž průměrný vývoj HDP je nejpravděpodobnější, je odhadnuto více variant změn základních vstupních parametrů. Analýza citlivosti vstupních parametrů je zaměřena na změny nákladů vlastního kapitálu a změny finančních toků. Analýza citlivosti změn je aplikována na oceňovací metodu DCF equity a analytickou metodu kapitalizovaných zisků.

Tab. 4.13 Analýza změn nákladů na vlastní kapitál

	hladina významnosti	β	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	0,3	-0,1	8,04%	7,20%	7,60%	7,98%	9,27%
	0,5	-0,05	8,48%	7,60%	8,03%	8,42%	9,78%
	0,7	-0,03	8,66%	7,76%	8,20%	8,60%	9,99%
výchozí stav	0,9	0	8,93%	8,00%	8,45%	8,87%	10,30%
pesimistické odhady	0,7	0,03	9,20%	8,24%	8,70%	9,13%	10,61%
	0,5	0,05	9,38%	8,40%	8,87%	9,31%	10,81%
	0,3	0,1	9,82%	8,81%	9,29%	9,75%	11,33%

V tabulce 4.13 jsou vyjádřeny možné varianty vývoje nákladů na vlastní kapitál v podobě optimistických a pesimistických odhadů, které se odchyľují o koeficient β od výchozího stavu, který je pro vývoj nákladů kapitálu nejpravděpodobnější.

Citlivostní analýza změn peněžních toků a hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF equity

Změny vstupních parametrů ocenění v podobě volných peněžních toků obsahuje tabulka 4.14. Každému odhadu budoucího vývoje vstupních parametrů je přiřazena určitá hladina pravděpodobnosti. S vychýlením hodnot od průměru se pravděpodobnost uskutečnění této varianty snižuje. Analýza citlivosti těchto změn je stanovena na základě koeficientu α , který se od koeficientu β liší opačným vývojem. Rovněž jako u změn nákladů kapitálu se nejpravděpodobnějším odhadem vývoje peněžních toků výchozí stav, kterému je nastaven nulový koeficient citlivosti. S předpokladem optimistického vývoje vstupních parametrů je stanoven kladný koeficient. Kompletní výpočet citlivostní analýzy změn vstupních parametrů

na hodnotu vlastního kapitálu je obsažen v příloze č. 15 a 16. Ocenění vlastního kapitálu na základě změn vstupních parametrů je provedeno na základě vztahu 2.50.

Tab. 4.14 Analýza změn FCFE (v tis. Kč)

	hladina významnosti	α	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	0,3	0,1	2602	1548	1510	2165	2025
	0,5	0,05	2473	1466	1424	2034	1894
	0,7	0,03	2422	1434	1391	1983	1842
výchozí stav	0,9	0	2346	1385	1341	1907	1767
pesimistické odhady	0,7	-0,03	2270	1337	1291	1832	1693
	0,5	-0,05	2219	1306	1259	1783	1645
	0,3	-0,1	2094	1228	1179	1663	1527

Hodnota vlastního kapitálu se v závislosti na změnách vstupních parametrů o koeficienty citlivosti, pohybuje v rozmezí 21 165 tis. Kč až 31 694 tis. Kč, přičemž hodnota vlastního kapitálu výchozího stavu činí 25 900 tis. Kč, což je považováno za nejpravděpodobnější odhad této metody.

Tab. 4.15 Vývoj hodnoty vlastního kapitálu v závislosti na koeficientech citlivosti (v tis. Kč)

α	-0,1	-0,05	-0,03	0	0,03	0,05	0,1
β	0,1	0,05	0,03	0	-0,03	-0,05	-0,1
Hodnota vlastního kapitálu	21 165	23 419	24 382	25 900	27 512	28 643	31 694

Citlivostní analýza změn udržitelných zisků a hodnoty vlastního kapitálu analytickou metodou kapitalizace

Při ocenění vlastního kapitálu podniku pomocí analytické metody kapitalizovaných zisků se vychází především z výsledků hospodaření. Jelikož v dlouhodobém v dlouhodobém finančním plánu oceňované společnosti není uvažováno s položkami mimořádného výsledku hospodaření a také zde nejsou obsaženy zisky z prodeje cenných papírů a dlouhodobého majetku, nedochází k výrazným úpravám zisků. Vývoj udržitelného zisku tak závisí na dani z příjmu a na nákladech vlastního kapitálu, které u oceňované společnosti nejsou příliš vysoké. V závislosti na analýze změn vstupních parametrů byly vyhotoveny různé varianty odhadů vývoje udržitelných zisků, které jsou obsaženy v tabulce 4.16.

Tab. 4.16 Analýza změn udržitelných zisků (v tis. Kč)

	hladina významnosti	α	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	0,3	0,1	3 727	2 075	2 078	1 074	1 051
	0,5	0,05	3 543	1 966	1 961	1 009	983
	0,7	0,03	3 470	1 922	1 914	984	956
výchozí stav	0,9	0	3 360	1 857	1 845	946	917
pesimistické odhady	0,7	-0,03	3 251	1 793	1 778	909	879
	0,5	-0,05	3 179	1 751	1 733	885	853
	0,3	-0,1	3 000	1 646	1 623	825	792

Hodnota vlastního kapitálu zjištěna na základě nejpravděpodobnějšího odhadu s hladinou významnosti 90 % činí 17 828 tis. Kč. Na základě analýzy vstupních parametrů a změn koeficientů citlivosti se hodnota kapitálu oceněného pomocí metody kapitalizace zisku odchyluje od průměrného stavu v optimistických a pesimistických odhadech v intervalu 14 878 tis. Kč až 21 342 tis. Kč. V tabulce 4.17 jsou patrné hodnoty vlastního kapitálu dle jednotlivých hraničních modelovaných variant, kdy s určitou pravděpodobností vzniku nahodile odlišného vývoje dochází k odklonění od stanoveného průměru.

Tab. 4.17 Vývoj hodnoty vlastního kapitálu v závislosti na koeficientech citlivosti (v tis. Kč)

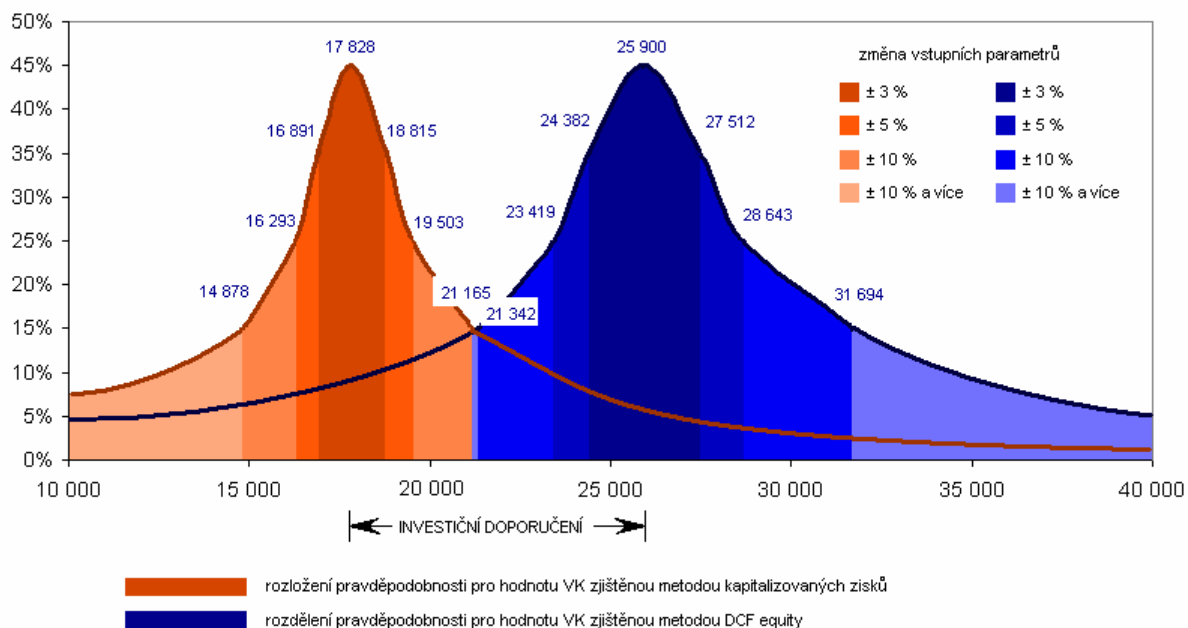
α	-0,1	-0,05	-0,03	0	0,03	0,05	0,1
β	0,1	0,05	0,03	0	-0,03	-0,05	-0,1
Hodnota vlastního kapitálu	14 878	16 293	16 891	17 828	18 815	19 503	21 342

Investiční doporučení v závislosti na pravděpodobnosti vývoje hodnoty vlastního kapitálu

Na základě srovnání ocenění vlastního kapitálu byla stanovena vypovídací schopnost jednotlivých modelů formou koeficientů. Hodnota těchto koeficientů obou analyzovaných metod činí 0,5. Srovnáním vypovídací schopnosti s hladinou významnosti výskytu modelových variant dochází k určení pravděpodobnostního vývoje očekávané hodnoty vlastního kapitálu. Výpočet pravděpodobností jednotlivých variant je uveden v příloze č. 19.

Na základě více nasimulovaných scénářů jsou odhadnuty optimistické a pesimistické varianty ocenění vlastního kapitálu, jejichž rozdělení hustoty pravděpodobnosti srovnávaných metod oceňování je znázorněno v grafu 4.1.

Graf 4.1 Komparace pravděpodobnostních rozdělení analyzovaných metod



S největší pravděpodobností se bude výskyt hodnoty vlastního kapitálu pohybovat v intervalu 17 828 tis. Kč až 25 900 tis. Kč, kdy je tento interval brán za investiční doporučení. Cena podniku by se tak měla nejpravděpodobněji pohybovat v tomto intervalu na základě vyjednávací schopnosti a kompromisu účastníků fúze. Z hlediska investora bude doporučována hodnota nižší, kdežto v zájmu majitele je vždy akceptována nejvyšší možná cena.

ZÁVĚR

Hlavní cíl diplomové práce byl zaměřen na ocenění podniku CNC, s. r. o. vybranými výnosovými metodami a jejich následnou komparaci. Oceňovaná společnost spadá do odvětví zpracovatelského průmyslu a zabývá se zpracováním a kovoobráběním kovových materiálů.

Struktura diplomové práce byla rozdělena do tří částí. První kapitola je zaměřena na teoretické východiska oceňování, metodologii finanční analýzy, která předchází vlastnímu ocenění a také charakteristice vybraných výnosových metod oceňování.

Druhá část této práce obsahuje představení oceňované společnosti, včetně provedení potřebné analýzy vývoje makroprostředí a mikroprostředí. Dále je provedena finanční analýza za období let 2001 až 2007, jejíž poznatky byly shrnuty pro účely ocenění. V souvislosti s oceněním je rovněž sestaven dlouhodobý finanční plán účetních výkazů, bez kterého by nebylo možno použít metody výnosového ocenění.

V kapitole třetí jsou aplikovány zmiňované výnosové metody, jejichž pomocí je zjištěna tržní hodnota podniku CNC. Hodnota společnosti je zjišťována k datu 1. 1. 2008. Výsledné hodnoty jednotlivých metod jsou následně srovnávány. Touto komparací byly zjištěny rozdíly mezi jednotlivými metodami. Nejpodstatnější rozdíl je obsažen mezi paušální a analytickou metodou, kdy vlivem nastávající hospodářské krize byly ovlivněny dlouhodobé finanční plány a tím i hodnota podniku pomocí výnosových metod klesá.

Dále byla provedena analýza citlivosti, kdy bylo ocenění vlastního kapitálu pomocí metod DCF equity a analytické metody kapitalizovaných zisků rozšířeno o více variant v závislosti na změnách vstupních parametrů. Tyto metody byly porovnány na základě určení vypovídací schopnosti těchto metod. Pomocí jednoduchého pravděpodobnostního rozdělení pro vývoj hodnoty vlastního kapitálu byl určen interval investičního doporučení.

Hranice investičního doporučení vypovídají o minimální či maximální částce stanovených pro kupujícího, popř. prodávajícího. Rozhodčí cena se pohybuje v rozmezí tohoto intervalu.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A OSTATNÍCH ZDROJŮ

A) Knižní publikace

- 1 DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- 2 DLUHOŠOVÁ, Dana. Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování. Ostrava. 2004. ISBN 80-248-0669-X.
- 3 KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- 4 MAŘÍK, Miloš. a kol. Metody oceňování podniku: Proces oceňování, základní metody a postupy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- 5 MAŘÍK, Miloš., MAŘÍKOVÁ, Pavla. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- 6 VALACH, Josef a kol. Finanční řízení podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- 7 ZMEŠKAL, Z. a kol. *Finanční modely*. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.
- 8 Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.
- 9 Zákon č. 586/1992 Sb., o dani z příjmů.

B) Články z odborných periodik

- 1 DLUHOŠOVÁ, Dana. Měření a analýza vývoje finanční výkonnosti odvětví a průmyslu v ČR na bázi ukazatele EVA. Ekonomická revue, 2004, č. 1, s. 17 – 32.
- 2 DLUHOŠOVÁ, Dana. Vícefázové výnosové metody stanovení hodnoty firmy. časopis Ekonomická revue. roč. VIII. č.1. s.35 - 47. ISSN 1212-3951.

C) Internetové zdroje

- 1 Česká národní banka [online]. 2009, [cit. 25. května 2009]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/platebni_bilance/BOP_CS.XLS>.

- 2 Česká národní banka [online]. 2009, [cit. 25. května 2009]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_mena.jsp?mena=EUR>.
- 3 Česká národní banka [online]. 2009, [cit. 25. května 2009]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_mena.jsp?mena=USD>.
- 4 Česká národní banka – Zpráva o finanční stabilitě [online]. 2009, [cit. 1. července 2009]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/FS_2008-2009.pdf>.
- 5 Česká národní banka [online]. 2009, [cit. 25. května 2009]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne_form.jsp>.
- 6 Český statistický úřad [online]. 2009, [cit. 15. dubna 2009]. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/2007edicniplan.nsf/p/1405-07>>.
- 7 Český statistický úřad [online]. 2009, [cit. 15. dubna 2009]. Dostupné z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/\\$File/HLMAKRO.xls](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/$File/HLMAKRO.xls)>.
- 8 Český statistický úřad [online]. 2009, [cit. 15. dubna 2009]. Dostupné z WWW: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>.
- 9 Český statistický úřad [online]. 2009, [cit. 15. dubna 2009]. Dostupné z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/d zpracovatelsky_prumysl/\\$File/okec03%20d.pdf](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/d zpracovatelsky_prumysl/$File/okec03%20d.pdf)>.
- 10 Finance.cz [online]. 2009, [cit. 25. května 2009]. Dostupné z WWW: <<http://www.finance.cz/ekonomika/prace/nezamestnanost/>>.
- 11 Finance.cz [online]. 2009, [cit. 25. května 2009]. Dostupné z WWW: <<http://www.finance.cz/ekonomika/mena/ukazatele/>>.
- 12 Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2009, [cit. 15. dubna 2009]. Dostupné z WWW: <<http://download.mpo.cz/get/31516/38290/438938/priloha002.pdf>>.
- 13 Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2009, [cit. 15. dubna 2009]. Dostupné z WWW: <<http://download.mpo.cz/get/31516/38290/438939/priloha001.xls>>.

SEZNAM ZKRATEK A SYMBOLŮ

%	procento
%Δ	relativní změna
A	aktiva
APM	arbitrážní model oceňování
APV	upravená současná hodnota
BC	běžné ceny
BČ	běžná činnost
BU	bankovní úvěry
C	celkový kapitál
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí kapitál
CL	celková likvidita
CP	cenné papíry
CZK	česká koruna
č.	číslo
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
D	cizí zdroje (debt)
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	dividendový diskontní model
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DIV	dividendy
DM	dlouhodobý majetek
E	vlastní kapitál (equity)
EAT	čistý zisk po zdanění
EBIT	výsledek hospodaření před úroky a zdaněním
EUR	euro
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volný peněžní tok
FCFD	volné peněžní toky pro věřitele
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFE _U	volný peněžní tok nezadlužené firmy
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
FH	fázová hodnota

g	koeficient růstu dividend
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková míra
INV	investice
Kč	korun českých
kr.CK	krátkodobý cizí kapitál
KZ	krátkodobé závazky
mil.	milion
MJ	měrná jednotka
mld.	miliarda
např.	na příklad
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
ODP	odpisy
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
OL	okamžitá likvidita
PH	pokračující hodnota
PL	pohotová likvidita
popř.	popřípadě
PP	peněžní prostředky
PRIBOR	praská mezibankovní nabídková sazba
q	váha
Q_i	délka i-té fáze
R_A	náklady na celkový kapitál
R_D	náklady na cizí kapitál
R_E	náklady vlastního kapitálu
resp.	respektive
R_F	bezriziková sazba
$R_{finstab}$	riziková přírážka za riziko finanční stability
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
$R_{podnikatelske}$	riziková přírážka za podnikatelské riziko
R_U	náklady kapitálu nezadlužené firmy
S	saldo čerpání a splátek úvěrů
s. r. o.	společnost s ručením omezeným

Sb.	sbírky
SC	stálé ceny
T	tržby
T	délka časového období
t	sazba daně
Tab.	tabulka
tis.	tisíc
tj.	to je
TS	daňový štít
tzv.	tak zvaný
U	nákladové úroky
USD	americký dolar
UVH	upravený výsledek hospodaření
UZ	úplatné zdroje
V	hodnota podniku
V_1	hodnota podniku v první fázi ocenění
V_2	hodnota podniku za druhou fázi ocenění
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	průměrné náklady na kapitál
$WACC_L$	průměrné náklady kapitálu zadlužené firmy
$WACC_U$	průměrné náklady kapitálu nezadlužené firmy
XL	celková likvidita odvětví
XP	ukazatel nahrazení úplatného cizího kapitál vlastním kapitálem
Z	trvale udržitelný zisk
ZC	zůstatková cena
α	parametr změny volných peněžních toků
β	parametr změny nákladů kapitálu
Δ	změna

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo,
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3),
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že údaje o diplomové práci, obsažené v Záznamu o závěrečné práci, umístěném v příloze mé diplomové práce, budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO,
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona,
- bylo sjednáno, že užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 10. července 2009

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Sokolovská 1180/20
708 00 Ostrava-Poruba

SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha č. 1: Rozvaha (v tis. Kč)
- Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)
- Příloha č. 3: Přehled o peněžních tocích (v tis. Kč)
- Příloha č. 4: Horizontální analýza rozvahy – aktiv (v tis. Kč)
- Příloha č. 5: Horizontální analýza rozvahy – pasiv (v tis. Kč)
- Příloha č. 6: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)
- Příloha č. 7: Vertikální analýza rozvahy
- Příloha č. 8: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty
- Příloha č. 9: Finanční analýza – výpočet (1)
- Příloha č. 10: Finanční analýza – výpočet (2)
- Příloha č. 11: Dlouhodobý plán výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)
- Příloha č. 12: Dlouhodobý plán výkazu cash flow (v tis. Kč)
- Příloha č. 13: Dlouhodobý plán rozvahy (v tis. Kč)
- Příloha č. 14: Výpočet průměrných nákladů kapitálu a nákladů na vlastní kapitál
- Příloha č. 15: Výpočet citlivostní analýzy změn peněžních toků a nákladů kapitálu na výslednou hodnotu vlastního kapitálu (1)
- Příloha č. 16: Výpočet citlivostní analýzy změn peněžních toků a nákladů kapitálu na výslednou hodnotu vlastního kapitálu (2)
- Příloha č. 17: Výpočet citlivostní analýzy změn udržitelných zisků a nákladů kapitálu na výslednou hodnotu vlastního kapitálu (1)
- Příloha č. 18: Výpočet citlivostní analýzy změn udržitelných zisků a nákladů kapitálu na výslednou hodnotu vlastního kapitálu (2)
- Příloha č. 19: Srovnání hodnot vlastního kapitálu dle jednotlivých metod a investiční doporučení (v tis. Kč)

Rozvaha (v tis. Kč)

	Rok						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AKTIVA CELKEM	9 895	10 072	10 023	13 433	19 369	21 530	24 826
Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)	937	2 018	1 620	2 958	1 859	5 806	3 854
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	150	105	60	15	0	63
Software	0	150	105	60	15	0	63
Dlouhodobý hmotný majetek	937	1 868	1 515	2 868	1 844	5 806	3 791
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	937	1 868	1 150	2 868	1 694	5 806	3 791
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	365	0	150	0	0
Oběžná aktiva	8 864	7 785	7 793	10 171	16 706	14 892	20 540
Zásoby	921	1 036	1 186	981	899	959	1 031
Materiál	681	485	757	517	615	573	650
Nedokončená výroba a polotovary	240	481	99	458	71	209	225
Výrobky	0	70	329	6	213	177	156
Dlouhodobé pohledávky	4	5	1	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	6 301	5 109	5 279	8 454	14 065	10 902	13 303
Pohledávky z obchodních vztahů	6 299	5 019	5 084	8 352	13 952	10 760	13 036
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	191	65	76	82	205
Dohadné účty aktivní	0	0	0	37	37	60	62
Jiné pohledávky	2	0	4	0	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	1 638	1 635	1 328	736	1 742	3 031	6 206
Peníze	105	169	184	107	106	174	101
Účty v bankách	1 533	1 466	1 144	629	1 636	2 857	6 105
Časové rozlišení	94	269	610	304	804	832	432
	Rok						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PASIVA CELKEM	9 895	10 072	10 023	13 433	19 369	21 530	24 826
Vlastní kapitál	4 375	5 480	5 579	6 589	9 463	8 727	12 499
Základní kapitál	120	120	120	120	120	120	120
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	2 469	4 223	4 471	5 210	6 199	8 064	7 817
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	300	300	300	300	300	300	300
Statutární a ostatní fondy	2 169	3 923	4 171	4 910	5 899	7 764	7 517
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	1 786	1 137	988	1 259	3 144	543	4 562
Cizí zdroje	5 329	4 488	4 419	6 815	9 879	12 777	12 303
Rezervy	2 874	2 269	2 000	1 575	836	2 000	1 600
Dlouhodobé závazky	40	40	40	40	40	40	40
Krátkodobé závazky	2 415	2 179	2 379	3 526	5 888	4 984	6 769
Závazky z obchodních vztahů	1 187	760	739	2 003	3 244	2 833	3 071
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	82	120	100	84	88	100	100
Závazky k zaměstnancům	325	337	452	450	509	509	754
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	425	518	593	521	623	603	516
Stát - daňové závazky a dotace	375	433	396	383	1 259	831	1 786
Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	430
Dohadné účty pasivní	107	80	89	74	145	90	98
Jiné závazky	21	11	10	11	20	18	14
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	1 674	3 115	5 753	3 894
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	1 674	1 115	5 753	3 894
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	2 000	0	0
Časové rozlišení	84	24	25	29	27	26	24

Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)

	Rok						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Výkony	29 170	28 262	29 977	37 275	48 128	55 684	67 478
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	28 738	27 616	29 840	36 897	48 002	55 083	66 916
Změna stavu zásob vlastní činnosti	72	311	-123	36	-180	102	-5
Aktivace	360	335	260	342	306	499	567
Výkonová spotřeba	15 940	14 685	15 860	20 716	26 275	33 326	39 529
Spotřeba materiálu a energie	11 560	10 270	11 467	15 832	20 503	25 405	31 550
Služby	4 380	4 415	4 393	4 884	5 772	7 921	7 979
Přidaná hodnota	13 230	13 577	14 117	16 559	21 853	22 358	27 949
Osobní náklady součet	11 577	11 988	12 808	14 336	16 871	16 406	19 214
Mzdové náklady	8 366	8 663	9 252	10 349	12 205	11 803	13 879
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2 867	2 974	3 183	3 560	4 223	4 101	4 818
Sociální náklady	344	351	373	427	443	502	517
Daně a poplatky	9	15	12	26	23	21	23
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	616	668	763	1 022	1 490	3 057	2 659
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	34	109	17	96	195	38	67
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	34	109	0	0	150	0	0
Tržby z prodeje materiálu	0	0	17	96	45	38	67
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	972	508	-349	-1 113	-702	1 160	-439
Ostatní provozní výnosy	2	30	597	127	259	73	182
Ostatní provozní náklady	78	116	302	893	486	255	312
Provozní výsledek hospodaření	1 958	1 437	1 195	1 618	4 159	1 570	6 429
Výnosové úroky	51	24	14	7	5	8	11
Nákladové úroky	0	19	0	88	103	262	353
Ostatní finanční výnosy	18	0	0	14	3	37	28
Ostatní finanční náklady	123	103	63	99	108	290	262
Finanční výsledek hospodaření	-54	-98	-49	-166	-203	-507	-576
Daň z příjmů za běžnou činnost	118	202	158	193	812	520	1 291
- splatná	118	202	158	193	812	520	1 291
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1 786	1 137	988	1 259	3 144	543	4 562
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	1 786	1 137	988	1 259	3 144	543	4 562
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	1 904	1 339	1 146	1 452	3 956	1 063	5 853

Přehled o peněžních tocích (v tis. Kč)

	Rok						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	3 623	1 638	1 635	1 328	736	1 742	3 031
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)							
Účetní zisk nebo ztráta z BČ před zdaněním	1 904	1 339	1 147	1 452	3 957	1 063	5 853
Úprava o nepeněžní operace	-405	-626	61	-9	736	4 470	2 562
Odpisy stálých aktiv s výj. zůst. Ceny prodaných stálých aktiv, a dále umořování opravné položky k nabytému majetku (+/-)	616	668	763	1 022	1 490	3 057	2 659
Změna stavu opravných položek, rezerv	-947	-1 185	-688	-1 113	-702	1 160	-439
Zisk (ztráta) z prodeje aktiv (-/+) (vyúčtování do výnosů "-", do nákladů "+")	-33	-105	0	0	-149	0	0
Vyúčtované nákladové úroky (+) s výjimkou kapitalizovaných úroků, a vyúčtované výnosové úroky (-)	-51	-4	-14	82	97	253	342
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	1 489	713	1 208	1 443	4 693	5 533	8 415
Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-1 542	1 157	-117	-822	-3 706	2 170	-248
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti (+/-), aktivních účtů časového rozlišení a dohadných účtů aktivních	-2 060	1 507	-87	-2 178	-6 148	3 139	-1 961
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti (+/-), pasivních účtů časového rozlišení a dohadných účtů pasivních	857	-235	120	1 150	2 360	-909	1 784
Změna stavu zásob (+/-)	-339	-115	-150	206	82	-60	-71
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	-53	1 870	1 091	621	987	7 703	8 167
Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků (-)	0	-20	0	-89	-103	-262	-353
Přijaté úroky (+)	51	24	14	7	5	8	11
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a za doměrky daně za minulá období (-)	-119	-202	-158	-193	-812	-520	-1 291
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	-121	1 672	947	346	77	6 929	6 534
Peněžní toky z investiční činnosti							
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-1 072	-1 748	-365	-2 360	-392	-7 002	-709
Příjmy z prodeje stálých aktiv	33	105	0	0	150	0	0
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-1 039	-1 643	-365	-2 360	-242	-7 002	-709
Peněžní toky z finanční činnosti							
Dopady změn dlouhodobých závazků a krátkodobých závazků spadajících do oblasti finančních činností na peněžní prostředky a ekvivalenty	0	0	0	1 674	1 441	2 639	-1 860
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	-825	-32	-889	-250	-270	-1 280	-790
Přímé platby na vrub fondů (-)	-189	168	11	0	-20	20	0
Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené srážkové daně vztahující se k těmto nárokům a včetně finančního vypořádání se společníky v.o.s. a komplementáři u k.s. (-)	-636	-200	-900	-250	-250	-1 300	-790
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-825	-32	-889	1 424	1 171	1 359	-2 650
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	-1 985	-3	-307	-590	1 006	1 286	3 175
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	1 638	1 635	1 328	738	1 742	3 028	6 206

Horizontální analýza rozvahy – aktiv (v tis. Kč)

	abs. změna					
	2001/2002	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007
AKTIVA CELKEM	177	-49	3 410	5 936	2 161	3 296
Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)	1 081	-398	1 338	-1 099	3 947	-1 952
Dlouhodobý nehmotný majetek	150	-45	-45	-45	-15	63
Software	150	-45	-45	-45	-15	63
Dlouhodobý hmotný majetek	931	-353	1 353	-1 024	3 962	-2 015
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	931	-718	1 718	-1 174	4 112	-2 015
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	365	-365	150	-150	0
Oběžná aktiva	-1 079	8	2 378	6 535	-1 814	5 648
Zásoby	115	150	-205	-82	60	72
Materiál	-196	272	-240	98	-42	77
Nedokončená výroba a polotovary	241	-382	359	-387	138	16
Výrobky	70	259	-323	207	-36	-21
Dlouhodobé pohledávky	1	-4	-1	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	-1 192	170	3 175	5 611	-3 163	2 401
Pohledávky z obchodních vztahů	-1 280	65	3 268	5 600	-3 192	2 276
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	191	-126	11	6	123
Dohadné účty aktivní	0	0	37	0	23	2
Jiné pohledávky	-2	4	-4	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	-3	-307	-592	1 006	1 289	3 175
Peníze	64	15	-77	-1	68	-73
Účty v bankách	-67	-322	-515	1 007	1 221	3 248
Časové rozlišení	175	341	-306	500	28	-400
	% změna					
AKTIVA CELKEM	1,79%	-0,49%	34,02%	44,19%	11,16%	15,31%
Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)	115,37%	-19,72%	82,59%	-37,15%	212,32%	-33,62%
Dlouhodobý nehmotný majetek		-30,00%	-42,86%	-75,00%	-100,00%	
Software		-30,00%	-42,86%	-75,00%	-100,00%	
Dlouhodobý hmotný majetek	99,36%	-18,90%	89,31%	-35,70%	214,86%	-34,71%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	99,36%	-38,44%	149,39%	-40,93%	242,74%	-34,71%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek			-100,00%		-100,00%	
Oběžná aktiva	-12,17%	0,10%	30,51%	64,25%	-10,86%	37,93%
Zásoby	12,49%	14,48%	-17,28%	-8,36%	6,67%	7,51%
Materiál	-28,78%	56,08%	-31,70%	18,96%	-6,83%	13,44%
Nedokončená výroba a polotovary	100,42%	-79,42%	362,63%	-84,50%	194,37%	7,66%
Výrobky		370,00%	-98,18%	3450,00%	-16,90%	-11,86%
Dlouhodobé pohledávky	25,00%	-80,00%	-100,00%			
Krátkodobé pohledávky	-18,92%	3,33%	60,14%	66,37%	-22,49%	22,02%
Pohledávky z obchodních vztahů	-20,32%	1,30%	64,28%	67,05%	-22,88%	21,15%
Krátkodobé poskytnuté zálohy			-65,97%	16,92%	7,89%	150,00%
Dohadné účty aktivní				0,00%	62,16%	3,33%
Jiné pohledávky	-100,00%		-100,00%			
Krátkodobý finanční majetek	-0,18%	-18,78%	-44,58%	136,68%	74,00%	104,75%
Peníze	60,95%	8,88%	-41,85%	-0,93%	64,15%	-41,95%
Účty v bankách	-4,37%	-21,96%	-45,02%	160,10%	74,63%	113,69%
Časové rozlišení	186,17%	126,77%	-50,16%	164,47%	3,48%	-48,08%

vzorec	abs. změna	1.1
	% změna	1.2

Horizontální analýza rozvahy – pasiv (v tis. Kč)

	abs. změna					
	2001/2002	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007
PASIVA CELKEM	177	-49	3 410	5 936	2 161	3 296
Vlastní kapitál	1 105	99	1 010	2 874	-736	3 772
Základní kapitál	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1 754	248	739	989	1 865	-247
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	0	0	0	0	0	0
Statutární a ostatní fondy	1 754	248	739	989	1 865	-247
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-649	-149	271	1 885	-2 601	4 019
Cizí zdroje	-841	-69	2 396	3 064	2 898	-474
Rezervy	-605	-269	-425	-739	1 164	-400
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	-236	200	1 147	2 362	-904	1 785
Závazky z obchodních vztahů	-427	-21	1 264	1 241	-411	238
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	38	-20	-16	4	12	0
Závazky k zaměstnancům	12	115	-2	59	0	245
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	93	75	-72	102	-20	-87
Stát - daňové závazky a dotace	58	-37	-13	876	-428	955
Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	430
Dohadné účty pasivní	-27	9	-15	71	-55	8
Jiné závazky	-10	-1	1	9	-2	-4
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	1 674	1 441	2 638	-1 859
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	1 674	-559	4 638	-1 859
Kapitálové bankovní úvěry	0	0	0	2 000	-2 000	0
Časové rozlišení	-60	1	4	-2	-1	-2
	% změna					
PASIVA CELKEM	1,79%	-0,49%	34,02%	44,19%	11,16%	15,31%
Vlastní kapitál	25,26%	1,81%	18,10%	43,62%	-7,78%	43,22%
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	71,04%	5,87%	16,53%	18,98%	30,09%	-3,06%
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Statutární a ostatní fondy	80,87%	6,32%	17,72%	20,14%	31,62%	-3,18%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-36,34%	-13,10%	27,43%	149,72%	-82,73%	740,15%
Cizí zdroje	-15,78%	-1,54%	54,22%	44,96%	29,33%	-3,71%
Rezervy	-21,05%	-11,86%	-21,25%	-46,92%	139,23%	-20,00%
Dlouhodobé závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé závazky	-9,77%	9,18%	48,21%	66,99%	-15,35%	35,81%
Závazky z obchodních vztahů	-35,97%	-2,76%	171,04%	61,96%	-12,67%	8,40%
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	46,34%	-16,67%	-16,00%	4,76%	13,64%	0,00%
Závazky k zaměstnancům	3,69%	34,12%	-0,44%	13,11%	0,00%	48,13%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	21,88%	14,48%	-12,14%	19,58%	-3,21%	-14,43%
Stát - daňové závazky a dotace	15,47%	-8,55%	-3,28%	228,72%	-34,00%	114,92%
Dohadné účty pasivní	-25,23%	11,25%	-16,85%	95,95%	-37,93%	8,89%
Jiné závazky	-47,62%	-9,09%	10,00%	81,82%	-10,00%	-22,22%
Bankovní úvěry a výpomoci				86,08%	84,69%	-32,31%
Bankovní úvěry dlouhodobé				-33,39%	415,96%	-32,31%
Kapitálové bankovní úvěry					-100,00%	
Časové rozlišení	-71,43%	4,17%	16,00%	-6,90%	-3,70%	-7,69%

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)

	abs. změna						% změna					
	2001 / 2002	2002 / 2003	2003 / 2004	2004 / 2005	2005 / 2006	2006 / 2007	2001 / 2002	2002 / 2003	2003 / 2004	2004 / 2005	2005 / 2006	2006 / 2007
Výkony	-908	1 715	7 298	10 853	7 556	11 794	-3,11%	6,07%	24,35%	29,12%	15,70%	21,18%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-1 122	2 224	7 057	11 105	7 081	11 833	-3,90%	8,05%	23,65%	30,10%	14,75%	21,48%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	239	-434	159	-216	282	-107	331,94%	-139,55%	-129,27%	-600,00%	-156,67%	-104,90%
Aktivace	-25	-75	82	-36	193	68	-6,94%	-22,39%	31,54%	-10,53%	63,07%	13,63%
Výkonová spotřeba	-1 255	1 175	4 856	5 559	7 051	6 203	-7,87%	8,00%	30,62%	26,83%	26,84%	18,61%
Spotřeba materiálu a energie	-1 290	1 197	4 365	4 671	4 902	6 145	-11,16%	11,66%	38,07%	29,50%	23,91%	24,19%
Služby	35	-22	491	888	2 149	58	0,80%	-0,50%	11,18%	18,18%	37,23%	0,73%
Přidaná hodnota	347	540	2 442	5 294	505	5 591	2,62%	3,98%	17,30%	31,97%	2,31%	25,01%
Osobní náklady součet	411	820	1 528	2 535	-465	2 808	3,55%	6,84%	11,93%	17,68%	-2,76%	17,12%
Mzdové náklady	297	589	1 097	1 856	-402	2 076	3,55%	6,80%	11,86%	17,93%	-3,29%	17,59%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	107	209	377	663	-122	717	3,73%	7,03%	11,84%	18,62%	-2,89%	17,48%
Sociální náklady	7	22	54	16	59	15	2,03%	6,27%	14,48%	3,75%	13,32%	2,99%
Daně a poplatky	6	-3	14	-3	-2	2	66,67%	-20,00%	116,67%	-11,54%	-8,70%	9,52%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	52	95	259	468	1 567	-398	8,44%	14,22%	33,94%	45,79%	105,17%	-13,02%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	75	-92	79	99	-157	29	220,59%	-84,40%	464,71%	103,13%	-80,51%	76,32%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	75	-109	0	150	-150	0	220,59%	-100,00%			-100,00%	
Tržby z prodeje materiálu	0	17	79	-51	-7	29			464,71%	-53,13%	-15,56%	76,32%
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-464	-857	-764	411	1 862	-1 599	-47,74%	-168,70%	218,91%	-36,93%	-265,24%	-137,84%
Ostatní provozní výnosy	28	567	-470	132	-186	109	1400,00%	1890,00%	-78,73%	103,94%	-71,81%	149,32%
Ostatní provozní náklady	38	186	591	-407	-231	57	48,72%	160,34%	195,70%	-45,58%	-47,53%	22,35%
Provozní výsledek hospodaření	-521	-242	423	2 541	-2 589	4 859	-26,61%	-16,84%	35,40%	157,05%	-62,25%	309,49%
Výnosové úroky	-27	-10	-7	-2	3	3	-52,94%	-41,67%	-50,00%	-28,57%	60,00%	37,50%
Nákladové úroky	19	-19	88	15	159	91		-100,00%		17,05%	154,37%	34,73%
Ostatní finanční výnosy	-18	0	14	-11	34	-9	-100,00%			-78,57%	1133,33%	-24,32%
Ostatní finanční náklady	-20	-40	36	9	182	-28	-16,26%	-38,83%	57,14%	9,09%	168,52%	-9,66%
Finanční výsledek hospodaření	-44	49	-117	-37	-304	-69	81,48%	-50,00%	238,78%	22,29%	149,75%	13,61%
Daň z příjmů za běžnou činnost	84	-44	35	619	-292	771	71,19%	-21,78%	22,15%	320,73%	-35,96%	148,27%
- splatná	84	-44	35	619	-292	771	71,19%	-21,78%	22,15%	320,73%	-35,96%	148,27%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-649	-149	271	1 885	-2 601	4 019	-36,34%	-13,10%	27,43%	149,72%	-82,73%	740,15%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-649	-149	271	1 885	-2 601	4 019	-36,34%	-13,10%	27,43%	149,72%	-82,73%	740,15%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-565	-193	306	2 504	-2 893	4 790	-29,67%	-14,41%	26,70%	172,45%	-73,13%	450,61%

Vertikální analýza rozvahy

	% podíl						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)	9,47%	20,04%	16,16%	22,02%	9,60%	26,97%	15,52%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	1,49%	1,05%	0,45%	0,08%	0,00%	0,25%
Software	0,00%	1,49%	1,05%	0,45%	0,08%	0,00%	0,25%
Dlouhodobý hmotný majetek	9,47%	18,55%	15,12%	21,35%	9,52%	26,97%	15,27%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	9,47%	18,55%	11,47%	21,35%	8,75%	26,97%	15,27%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0,00%	3,64%	0,00%	0,77%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva	89,58%	77,29%	77,75%	75,72%	86,25%	69,17%	82,74%
Zásoby	9,31%	10,29%	11,83%	7,30%	4,64%	4,45%	4,15%
Materiál	6,88%	4,82%	7,55%	3,85%	3,18%	2,66%	2,62%
Nedokončená výroba a polotovary	2,43%	4,78%	0,99%	3,41%	0,37%	0,97%	0,91%
Výrobky	0,00%	0,69%	3,28%	0,04%	1,10%	0,82%	0,63%
Dlouhodobé pohledávky	0,04%	0,05%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	63,68%	50,72%	52,67%	62,93%	72,62%	50,64%	53,58%
Pohledávky z obchodních vztahů	63,66%	49,83%	50,72%	62,18%	72,03%	49,98%	52,51%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,00%	0,00%	1,91%	0,48%	0,39%	0,38%	0,83%
Dohadné účty aktivní	0,00%	0,00%	0,00%	0,28%	0,19%	0,28%	0,25%
Jiné pohledávky	0,02%	0,00%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobý finanční majetek	16,55%	16,23%	13,25%	5,48%	8,99%	14,08%	25,00%
Peníze	1,06%	1,68%	1,84%	0,80%	0,55%	0,81%	0,41%
Účty v bankách	15,49%	14,56%	11,41%	4,68%	8,45%	13,27%	24,59%
Časové rozlišení	0,95%	2,67%	6,09%	2,26%	4,15%	3,86%	1,74%
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	44,21%	54,41%	55,66%	49,05%	48,86%	40,53%	50,35%
Základní kapitál	1,21%	1,19%	1,20%	0,89%	0,62%	0,56%	0,48%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	24,95%	41,93%	44,61%	38,79%	32,00%	37,45%	31,49%
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	3,03%	2,98%	2,99%	2,23%	1,55%	1,39%	1,21%
Statutární a ostatní fondy	21,92%	38,95%	41,61%	36,55%	30,46%	36,06%	30,28%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	18,05%	11,29%	9,86%	9,37%	16,23%	2,52%	18,38%
Cizí zdroje	53,86%	44,56%	44,09%	50,73%	51,00%	59,35%	49,56%
Rezervy	29,04%	22,53%	19,95%	11,72%	4,32%	9,29%	6,44%
Dlouhodobé závazky	0,40%	0,40%	0,40%	0,30%	0,21%	0,19%	0,16%
Krátkodobé závazky	24,41%	21,63%	23,74%	26,25%	30,40%	23,15%	27,27%
Závazky z obchodních vztahů	12,00%	7,55%	7,37%	14,91%	16,75%	13,16%	12,37%
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,83%	1,19%	1,00%	0,63%	0,45%	0,46%	0,40%
Závazky k zaměstnancům	3,28%	3,35%	4,51%	3,35%	2,63%	2,36%	3,04%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	4,30%	5,14%	5,92%	3,88%	3,22%	2,80%	2,08%
Stát - daňové závazky a dotace	3,79%	4,30%	3,95%	2,85%	6,50%	3,86%	7,19%
Krátkodobé přijaté zálohy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,73%
Dohadné účty pasivní	1,08%	0,79%	0,89%	0,55%	0,75%	0,42%	0,39%
Jiné závazky	0,21%	0,11%	0,10%	0,08%	0,10%	0,08%	0,06%
Bankovní úvěry a výpomoci	0,00%	0,00%	0,00%	12,46%	16,08%	26,72%	15,69%
Bankovní úvěry dlouhodobé	0,00%	0,00%	0,00%	12,46%	5,76%	26,72%	15,69%
Kapitálové bankovní úvěry	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	10,33%	0,00%	0,00%
Časové rozlišení	0,85%	0,24%	0,25%	0,22%	0,14%	0,12%	0,10%
	vzorec	% podíl	1.3				

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

	% podíl						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Výkony	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	98,52%	97,71%	99,54%	98,99%	99,74%	98,92%	99,17%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,25%	1,10%	-0,41%	0,10%	-0,37%	0,18%	-0,01%
Aktivace	1,23%	1,19%	0,87%	0,92%	0,64%	0,90%	0,84%
Výkonová spotřeba	54,65%	51,96%	52,91%	55,58%	54,59%	59,85%	58,58%
Spotřeba materiálu a energie	39,63%	36,34%	38,25%	42,47%	42,60%	45,62%	46,76%
Služby	15,02%	15,62%	14,65%	13,10%	11,99%	14,22%	11,82%
Přidaná hodnota	45,35%	48,04%	47,09%	44,42%	45,41%	40,15%	41,42%
Osobní náklady součet	39,69%	42,42%	42,73%	38,46%	35,05%	29,46%	28,47%
Mzdové náklady	28,68%	30,65%	30,86%	27,76%	25,36%	21,20%	20,57%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	9,83%	10,52%	10,62%	9,55%	8,77%	7,36%	7,14%
Sociální náklady	1,18%	1,24%	1,24%	1,15%	0,92%	0,90%	0,77%
Daně a poplatky	0,03%	0,05%	0,04%	0,07%	0,05%	0,04%	0,03%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2,11%	2,36%	2,55%	2,74%	3,10%	5,49%	3,94%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,12%	0,39%	0,06%	0,26%	0,41%	0,07%	0,10%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,12%	0,39%	0,00%	0,00%	0,31%	0,00%	0,00%
Tržby z prodeje materiálu	0,00%	0,00%	0,06%	0,26%	0,09%	0,07%	0,10%
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	3,33%	1,80%	-1,16%	-2,99%	-1,46%	2,08%	-0,65%
Ostatní provozní výnosy	0,01%	0,11%	1,99%	0,34%	0,54%	0,13%	0,27%
Ostatní provozní náklady	0,27%	0,41%	1,01%	2,40%	1,01%	0,46%	0,46%
Provozní výsledek hospodaření	6,71%	5,08%	3,99%	4,34%	8,64%	2,82%	9,53%
Výnosové úroky	0,17%	0,08%	0,05%	0,02%	0,01%	0,01%	0,02%
Nákladové úroky	0,00%	0,07%	0,00%	0,24%	0,21%	0,47%	0,52%
Ostatní finanční výnosy	0,06%	0,00%	0,00%	0,04%	0,01%	0,07%	0,04%
Ostatní finanční náklady	0,42%	0,36%	0,21%	0,27%	0,22%	0,52%	0,39%
Finanční výsledek hospodaření	-0,19%	-0,35%	-0,16%	-0,45%	-0,42%	-0,91%	-0,85%
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,40%	0,71%	0,53%	0,52%	1,69%	0,93%	1,91%
- splatná	0,40%	0,71%	0,53%	0,52%	1,69%	0,93%	1,91%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	6,12%	4,02%	3,30%	3,38%	6,53%	0,98%	6,76%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	6,12%	4,02%	3,30%	3,38%	6,53%	0,98%	6,76%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	6,53%	4,74%	3,82%	3,90%	8,22%	1,91%	8,67%

Finanční analýza – výpočet (1)

Ukazatele rentability

Ukazatel	Vzorec	MJ	Rok						
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
EBIT	x	tis. Kč	1 904	1 358	1 146	1 540	4 059	1 325	6 206
EAT	x	tis. Kč	1 786	1 137	988	1 259	3 144	543	4 562
A	x	tis. Kč	9 895	10 072	10 023	13 433	19 369	21 530	24 826
VK	x	tis. Kč	4 375	5 480	5 579	6 589	9 463	8 727	12 499
T	x	tis. Kč	29 206	28 401	30 591	37 498	48 582	55 795	67 727
ROA	2.4	%	19,24%	13,48%	11,43%	11,46%	20,96%	6,15%	25,00%
ROE	2.5	%	40,82%	20,75%	17,71%	19,11%	33,22%	6,22%	36,50%
ROS	2.6	%	6,12%	4,00%	3,23%	3,36%	6,47%	0,97%	6,74%

Ukazatele aktivity

Ukazatel	Vzorec	MJ	Rok						
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
T	x	tis.Kč	29 206	28 401	30 591	37 498	48 582	55 795	67 727
aktiva	x	tis.Kč	9 895	10 072	10 023	13 433	19 369	21 530	24 826
zásoby	x	tis.Kč	921	1 036	1 186	981	899	959	1 031
pohledávky	x	tis.Kč	6 305	5 114	5 280	8 454	14 065	10 902	13 303
závazky	x	tis.Kč	2 455	2 219	2 419	3 566	5 928	5 024	6 809
Obrat aktiv	2.7	počet obrátů/rok	2,95	2,82	3,05	2,79	2,51	2,59	2,73
Doba obratu zásob	2.8	dny	11,4	13,1	14,0	9,4	6,7	6,2	5,5
Doba obratu pohledávek	2.9	dny	77,7	64,8	62,1	81,2	104,2	70,3	70,7
Doba obratu závazků	2.10	dny	30,3	28,1	28,5	34,2	43,9	32,4	36,2
Pravidlo solventnosti	2.11	ANO/NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Ukazatel	Vzorec	MJ	Rok						
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
A	x	tis. Kč	9 895	10 072	10 023	13 433	19 369	21 530	24 826
CK	x	tis. Kč	5 329	4 488	4 419	6 815	9 879	12 777	12 303
VK	x	tis. Kč	4 375	5 480	5 579	6 589	9 463	8 727	12 499
Celková zadluženost	2.16	%	53,86%	44,56%	44,09%	50,73%	51,00%	59,35%	49,56%
Zadluženost VK	2.17	%	121,81%	81,90%	79,21%	103,43%	104,40%	146,41%	98,43%
Podíl VK na aktivech	2.18	%	44,21%	54,41%	55,66%	49,05%	48,86%	40,53%	50,35%

Finanční analýza – výpočet (2)**Ukazatele likvidity**

Ukazatel	Vzorec	Doporučené hodnoty	MJ	Rok						
				2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
OA	x	x	tis. Kč	8 864	7 785	7 793	10 171	16 706	14 892	20 540
zásoby	x	x	tis. Kč	921	1 036	1 186	981	899	959	1 031
PP	x	x	tis. Kč	1 638	1 635	1 328	736	1 742	3 031	6 206
CK kr.	x	x	tis. Kč	2 415	2 179	2 379	3 526	5 888	4 984	6 769
CL	2.12	(1,5 - 2,5)	x	3,67	3,57	3,28	2,88	2,84	2,99	3,03
PL	2.13	(1,1 - 1,5)	x	3,29	3,10	2,78	2,61	2,68	2,80	2,88
OL	2.14	(0,2)	x	0,68	0,75	0,56	0,21	0,30	0,61	0,92
ČPK	2.15	x	tis. Kč	6 449	5 606	5 414	6 645	10 818	9 908	13 771

Dlouhodobý plán výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)

	Výchozí rok	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Výkony	67 478	50 609	30 365	31 276	32 840	33 825
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	66 916	50 073	30 044	30 945	32 492	33 467
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-5	60	36	37	39	40
Aktivace	567	475	285	294	309	318
Výkonová spotřeba	39 529	28 060	16 836	17 341	18 208	18 754
Spotřeba materiálu a energie	31 550	22 396	13 437	13 841	14 533	14 969
Služby	7 979	5 664	3 398	3 500	3 675	3 786
Přidaná hodnota	27 949	22 549	13 529	13 935	14 632	15 071
Osobní náklady součet	19 214	15 502	9 301	9 580	10 059	10 361
Mzdové náklady	13 879	11 197	6 718	6 920	7 266	7 484
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	4 818	3 887	2 332	2 402	2 522	2 598
Sociální náklady	517	417	250	258	271	279
Daně a poplatky	23	19	11	11	12	12
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2 659	1 619	972	1 001	2 251	2 282
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	67	50	30	31	33	34
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	20	12	12	13	13
Tržby z prodeje materiálu	67	30	18	19	20	20
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-439	74	44	46	48	50
Ostatní provozní výnosy	182	137	82	84	89	91
Ostatní provozní náklady	312	433	260	268	281	290
Provozní výsledek hospodaření	6 429	5 088	3 053	3 145	2 102	2 201
Výnosové úroky	11	26	45	72	86	42
Nákladové úroky	353	304	260	200	450	390
Ostatní finanční výnosy	28	15	9	10	10	10
Ostatní finanční náklady	262	173	104	107	112	116
Finanční výsledek hospodaření	-576	-435	-310	-225	-466	-453
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 291	977	549	555	311	332
- splatná	1 291	977	549	555	311	332
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	4 562	3 676	2 195	2 365	1 325	1 415
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	4 562	3 676	2 195	2 365	1 325	1 415
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	5 853	4 653	2 743	2 919	1 636	1 747

Dlouhodobý plán výkazu cash flow (v tis. Kč)

	Výchozí rok	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	3 031	6 206	9 810	13 422	15 317	11 402
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)						
Účetní zisk nebo ztráta z BČ před zdaněním	5 853	4 653	2 743	2 919	1 636	1 747
Úprava o nepeněžní operace	2 562	1 951	1 219	1 162	2 650	2 667
Odpisy stálých aktiv s výj. zůst. Ceny prodaných stálých aktiv, a dále umořování opravné položky k nabytému majetku (+/-)	2 659	1 619	972	1 001	2 251	2 282
Změna stavu opravných položek, rezerv	-439	74	44	46	48	50
Zisk (ztráta) z prodeje aktiv (-/+) (vyúčtování do výnosů "-", do nákladů "+")	0	-20	-12	-12	-13	-13
Vyúčtované nákladové úroky (+) s výjimkou kapitalizovaných úroků, a vyúčtované výnosové úroky (-)	342	278	215	128	364	348
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	8 415	6 604	3 963	4 081	4 286	4 414
Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-248	3 597	4 059	1 693	1 360	1 878
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti (+/-), aktivních účtů časového rozlišení a dohadných účtů aktivních	-1 961	2 693	2 128	0	-1 703	-307
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti (+/-), pasivních účtů časového rozlišení a dohadných účtů pasivních	1 784	1 111	2 096	1 693	2 930	2 160
Změna stavu zásob (+/-)	-71	-206	-165	0	132	24
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	8 167	10 201	8 022	5 774	5 645	6 292
Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků (-)	-353	-304	-260	-200	-450	-390
Přijaté úroky (+)	11	26	45	72	86	42
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a za doměrky daně za minulá období (-)	-1 291	-977	-549	-555	-311	-332
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	6 534	8 947	7 258	5 092	4 970	5 612
Peněžní toky z investiční činnosti						
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-709	-100	0	0	-6 500	350
Příjmy z prodeje stálých aktiv	0	20	12	12	13	13
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-709	-80	12	12	-6 487	363
Peněžní toky z finanční činnosti						
Dopady změn dlouhodobých závazků a krátkodobých závazků spadajících do oblasti finančních činností na peněžní prostředky a ekvivalenty	-1 860	-3 894	-3 000	-2 500	-2 000	-5 500
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	-790	-1 369	-658	-709	-397	-425
Přímé platby na vrub fondů (-)	0	0	0	0	0	0
Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené srážkové daně vztahující se k těmto nárokům a včetně finančního vypořádání se společníky v.o.s. a komplementáři u k.s. (-)	-790	-1 369	-658	-709	-397	-425
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-2 650	-5 263	-3 658	-3 209	-2 397	-5 925
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	3 175	3 604	3 612	1 895	-3 914	50
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	6 206	9 810	13 422	15 317	11 402	11 453

Dlouhodobý plán rozvahy (v tis. Kč)

	Výchozí rok	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	24 826	26 302	26 695	27 850	32 567	33 240
Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)	3 854	4 625	3 700	2 960	9 756	10 049
Dlouhodobý nehmotný majetek	63	76	60	48	53	55
Software	63	76	60	48	53	55
Dlouhodobý hmotný majetek	3 791	4 549	3 639	2 911	9 703	9 994
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3 791	4 549	3 639	2 911	9 703	9 994
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	20 540	21 277	22 596	24 490	22 411	22 792
Zásoby	1 031	825	660	660	792	816
Materiál	650	520	416	416	499	514
Nedokončená výroba a polotovary	225	180	144	144	173	178
Výrobky	156	125	100	100	120	123
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	13 303	10 642	8 514	8 514	10 217	10 523
Pohledávky z obchodních vztahů	13 036	10 429	8 343	8 343	10 012	10 312
Krátkodobé poskytnuté zálohy	205	164	131	131	157	162
Dohadné účty aktivní	62	50	40	40	48	49
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	6 206	9 810	13 422	15 317	11 402	11 453
Peníze	101	100	100	100	100	100
Účty v bankách	6 105	9 710	13 322	15 217	11 302	11 353
Časové rozlišení	432	400	400	400	400	400
	Rok					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PASIVA CELKEM	24 826	26 302	26 695	27 850	32 567	33 240
Vlastní kapitál	12 499	14 806	16 343	17 998	18 925	19 916
Základní kapitál	120	120	120	120	120	120
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	7 817	11 010	14 028	15 513	17 480	18 381
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	300	300	300	300	300	300
Statutární a ostatní fondy	7 517	10 710	13 728	15 213	17 180	18 081
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	4 562	3 676	2 195	2 365	1 325	1 415
Cizí zdroje	12 303	11 471	10 327	9 827	13 617	13 299
Rezervy	1 600	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Dlouhodobé závazky	40	40	40	40	40	40
Krátkodobé závazky	6 769	6 431	5 787	5 787	6 077	6 259
Závazky z obchodních vztahů	3 071	2 917	2 626	2 626	2 757	2 840
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	100	95	86	86	90	92
Závazky k zaměstnancům	754	716	645	645	677	697
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	516	490	441	441	463	477
Stát - daňové závazky a dotace	1 786	1 697	1 527	1 527	1 603	1 651
Krátkodobé přijaté zálohy	430	409	368	368	386	398
Dohadné účty pasivní	98	93	84	84	88	91
Jiné závazky	14	13	12	12	13	13
Bankovní úvěry a výpomoci	3 894	3 000	2 500	2 000	5 500	5 000
Bankovní úvěry dlouhodobé	3 894	3 000	2 500	2 000	5 500	5 000
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	24	25	25	25	25	25

Výpočet průměrných nákladů kapitálu a nákladů na vlastní kapitál

	Vzorec	2007	1. fáze				2. fáze
			2008	2009	2010	2011	2012
UZ	x	16 393	17 806	18 843	19 998	24 425	24 916
R_{LA}	2.41	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
ROA	x	25,00%	18,85%	11,25%	11,20%	6,40%	6,43%
XP	2.43	5,99%	6,86%	7,34%	7,18%	6,14%	5,85%
$R_{podnikatelske}$	2.42	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
CL	2.44	3,03	3,31	3,90	4,23	3,69	3,64
XL	x	1,90	1,92	2,30	2,00	1,95	1,90
$R_{finstab}$	2.45	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Náklady kapitálu	Vzorec	2007	1. fáze				2. fáze
			2008	2009	2010	2011	2012
Bezriziková sazba	x	4,57%	3,99%	3,20%	3,53%	3,64%	4,78%
Rizikové přírážky							
- za velikost podniku	2.41	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
- za podnikatelské riziko	2.42	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
- za finanční stabilitu	2.45	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$WACC_U$	2.38	9,57%	8,99%	8,20%	8,53%	8,64%	9,78%

Náklady kapitálu	Vzorec	2007	1. fáze				2. fáze
			2008	2009	2010	2011	2012
$WACC_U$	x	9,57%	8,99%	8,20%	8,53%	8,64%	9,78%
BU + OBL	x	3 894	3 000	2 500	2 000	5 500	5 000
A	x	24 826	26 302	26 695	27 850	32 567	33 240
t	x	24%	21%	20%	19%	19%	19%
$WACC_L$	2.39	9,21%	8,77%	8,05%	8,41%	8,36%	9,50%

	Vzorec	2007	1. fáze				2. fáze
			2008	2009	2010	2011	2012
Průměrné náklady na kapitál	x	9,21%	8,77%	8,05%	8,41%	8,36%	9,50%
Úplatné zdroje	x	16 393	17 806	18 843	19 998	24 425	24 916
Vlastní kapitál	x	12 499	14 806	16 343	17 998	18 925	19 916
Aktiva	x	24 826	26 302	26 695	27 850	32 567	33 240
Sazba daně	x	24%	21%	20%	19%	19%	19%
Úroky	x	353	304	260	200	450	390
Bankovní úvěry	x	3 894	3 000	2 500	2 000	5 500	5 000
Náklady na vlastní kapitál	2.40	9,93%	8,93%	8,00%	8,45%	8,87%	10,30%

Výpočet citlivostní analýzy změn peněžních toků a nákladů kapitálu na výslednou hodnotu vlastního kapitálu (1)

Analýza změn FCFE (v tis. Kč)

	hladina významnosti	α	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	30%	0,1	2 811	1 793	1 882	2 913	2 978
	50%	0,05	2 683	1 711	1 796	2 781	2 842
	70%	0,03	2 632	1 679	1 762	2 728	2 788
výchozí stav	90%	0	2 555	1 630	1 711	2 648	2 707
pesimistické odhady	70%	-0,03	2 478	1 581	1 659	2 569	2 626
	50%	-0,05	2 427	1 548	1 625	2 516	2 572
	30%	-0,1	2 300	1 467	1 539	2 384	2 436

Analýza změn nákladů na vlastní kapitál

	hladina významnosti	β	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	0,3	-0,1	8,04%	7,20%	7,60%	7,98%	9,27%
	0,5	-0,05	8,48%	7,60%	8,03%	8,42%	9,78%
	0,7	-0,03	8,66%	7,76%	8,20%	8,60%	9,99%
výchozí stav	0,9	0	8,93%	8,00%	8,45%	8,87%	10,30%
pesimistické odhady	0,7	0,03	9,20%	8,24%	8,70%	9,13%	10,61%
	0,5	0,05	9,38%	8,40%	8,87%	9,31%	10,81%
	0,3	0,1	9,82%	8,81%	9,29%	9,75%	11,33%

Varianty diskontních faktorů pro jednotlivé odhadované vývoje

	hladina významnosti	β	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	0,3	-0,1	0,9256	0,8634	0,8024	0,7431	0,6801
	0,5	-0,05	0,9218	0,8567	0,7930	0,7314	0,6662
	0,7	-0,03	0,9203	0,8540	0,7893	0,7268	0,6608
výchozí stav	0,9	0	0,9180	0,8500	0,7838	0,7199	0,6527
pesimistické odhady	0,7	0,03	0,9158	0,8460	0,7783	0,7132	0,6448
	0,5	0,05	0,9143	0,8434	0,7747	0,7087	0,6395
	0,3	0,1	0,9106	0,8369	0,7657	0,6977	0,6267

Výpočet citlivostní analýzy změn peněžních toků a nákladů kapitálu na výslednou hodnotu vlastního kapitálu (2)

Analýza změn diskontovaných FCFE (v tis. Kč)

	hladina významnosti	α	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	0,3	0,1	2602	1548	1510	2165	2025
	0,5	0,05	2473	1466	1424	2034	1894
	0,7	0,03	2422	1434	1391	1983	1842
výchozí stav	0,9	0	2346	1385	1341	1907	1767
pesimistické odhady	0,7	-0,03	2270	1337	1291	1832	1693
	0,5	-0,05	2219	1306	1259	1783	1645
	0,3	-0,1	2094	1228	1179	1663	1527

Analýza změn hodnoty vlastního kapitálu v závislosti na změnách vstupních parametrů (v tis. Kč)

	vzorec	2.27	2.29	2.28	2.26
	hladina významnosti	Hodnota první fáze	Pokračující hodnota	Hodnota druhé fáze	Hodnota vlastního kapitálu
optimistické odhady	30%	7 824	32 123	23 870	31 694
	50%	7 397	29 049	21 246	28 643
	70%	7 229	27 908	20 283	27 512
výchozí stav	90%	6 978	26 282	18 921	25 900
pesimistické odhady	70%	6 731	24 751	17 651	24 382
	50%	6 567	23 779	16 852	23 419
	30%	6 163	21 504	15 002	21 165

Výpočet citlivostní analýzy změn udržitelných zisků a nákladů kapitálu na výslednou hodnotu vlastního kapitálu (1)

Analýza změn udržitelných zisků (v tis. Kč)

	hladina významnosti	α	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	0,3	0,1	4 026	2 404	2 590	1 446	1 545
	0,5	0,05	3 843	2 294	2 472	1 380	1 475
	0,7	0,03	3 770	2 251	2 425	1 354	1 447
výchozí stav	0,9	0	3 660	2 185	2 355	1 314	1 405
pesimistické odhady	0,7	-0,03	3 550	2 120	2 284	1 275	1 363
	0,5	-0,05	3 477	2 076	2 237	1 249	1 334
	0,3	-0,1	3 294	1 967	2 119	1 183	1 264

Analýza změn nákladů na vlastní kapitál

	hladina významnosti	β	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	0,3	-0,1	8,04%	7,20%	7,60%	7,98%	9,27%
	0,5	-0,05	8,48%	7,60%	8,03%	8,42%	9,78%
	0,7	-0,03	8,66%	7,76%	8,20%	8,60%	9,99%
výchozí stav	0,9	0	8,93%	8,00%	8,45%	8,87%	10,30%
pesimistické odhady	0,7	0,03	9,20%	8,24%	8,70%	9,13%	10,61%
	0,5	0,05	9,38%	8,40%	8,87%	9,31%	10,81%
	0,3	0,1	9,82%	8,81%	9,29%	9,75%	11,33%

Varianty diskontních faktorů pro jednotlivé odhadované vývoje

	hladina významnosti	β	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	0,3	-0,1	0,9256	0,8634	0,8024	0,7431	0,6801
	0,5	-0,05	0,9218	0,8567	0,7930	0,7314	0,6662
	0,7	-0,03	0,9203	0,8540	0,7893	0,7268	0,6608
výchozí stav	0,9	0	0,9180	0,8500	0,7838	0,7199	0,6527
pesimistické odhady	0,7	0,03	0,9158	0,8460	0,7783	0,7132	0,6448
	0,5	0,05	0,9143	0,8434	0,7747	0,7087	0,6395
	0,3	0,1	0,9106	0,8369	0,7657	0,6977	0,6267

Výpočet citlivostní analýzy změn udržitelných zisků a nákladů kapitálu na výslednou hodnotu vlastního kapitálu (2)

Analýza změn diskontovaných udržitelných zisků (v tis. Kč)

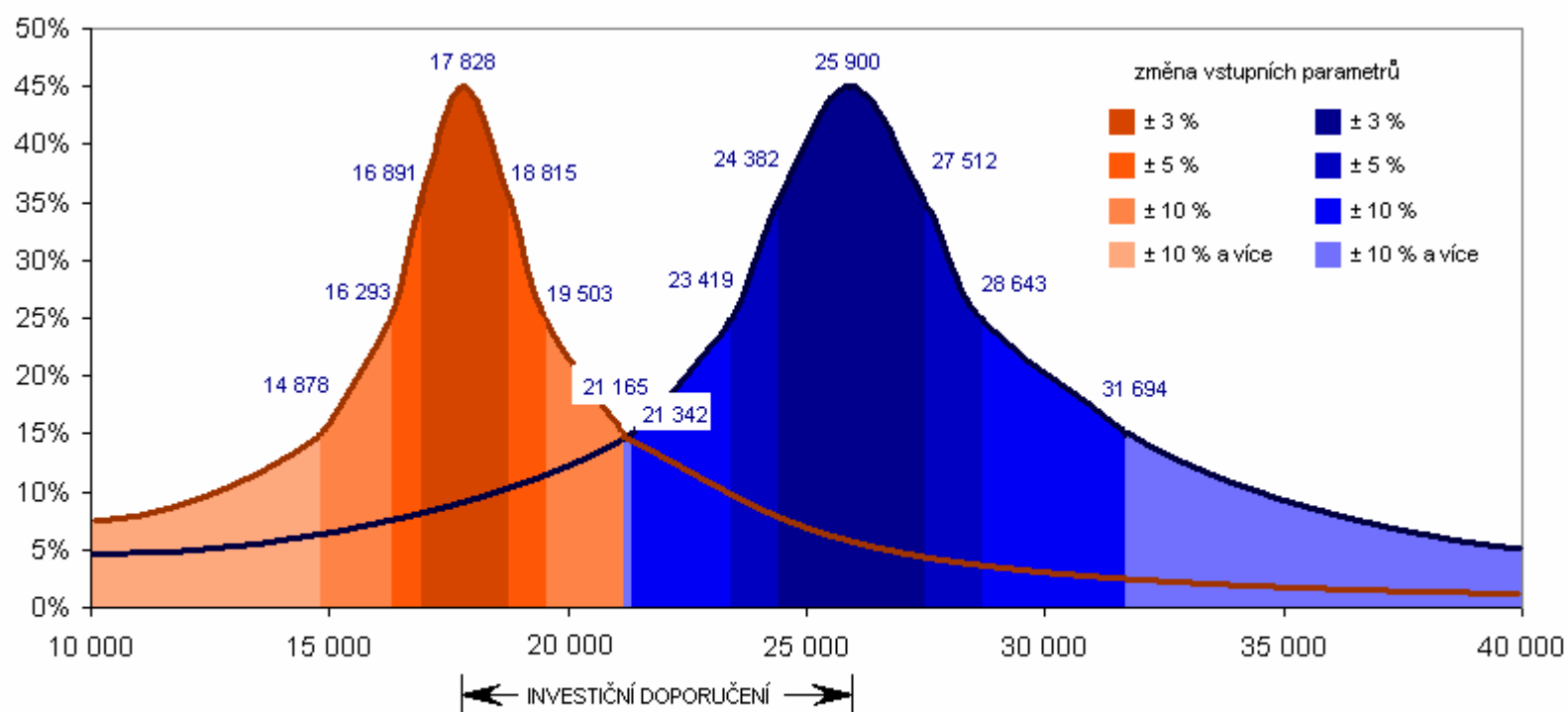
	hladina významnosti	α	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
optimistické odhady	0,3	0,1	3 727	2 075	2 078	1 074	1 051
	0,5	0,05	3 543	1 966	1 961	1 009	983
	0,7	0,03	3 470	1 922	1 914	984	956
výchozí stav	0,9	0	3 360	1 857	1 845	946	917
pesimistické odhady	0,7	-0,03	3 251	1 793	1 778	909	879
	0,5	-0,05	3 179	1 751	1 733	885	853
	0,3	-0,1	3 000	1 646	1 623	825	792

Analýza změn hodnoty vlastního kapitálu v závislosti na změnách vstupních parametrů (v tis. Kč)

	vzorec	2.27	2.29	2.28	2.26
	hladina významnosti	Hodnota první fáze	Pokračující hodnota	Hodnota druhé fáze	Hodnota vlastního kapitálu
optimistické odhady	30%	8 955	16 670	12 387	21 342
	50%	8 478	15 074	11 025	19 503
	70%	8 290	14 482	10 525	18 815
výchozí stav	90%	8 009	13 639	9 819	17 828
pesimistické odhady	70%	7 731	12 844	9 160	16 891
	50%	7 548	12 340	8 745	16 293
	30%	7 093	11 159	7 785	14 878

Srovnání hodnot vlastního kapitálu dle jednotlivých metod a investiční doporučení (v tis. Kč)

Hodnota vlastního kapitálu	14 878	16 293	16 891	17 828	18 815	19 503	21 165	21 342	23 419	24 382	25 900	27 512	28 643	31 694
Vypovídací schopnost	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Hladina významnosti	30%	50%	70%	90%	70%	50%	30%	30%	50%	70%	90%	70%	50%	30%
Pravděpodobnost odhadu	15%	25%	35%	45%	35%	25%	15%	15%	25%	35%	45%	35%	25%	15%



rozložení pravděpodobnosti pro hodnotu VK zjištěnou metodou kapitalizovaných zisků

rozdělení pravděpodobnosti pro hodnotu VK zjištěnou metodou DCF equity